

Макроэкономическая политика

ОТ СТАГФЛЯЦИИ К УСТОЙЧИВОМУ РОСТУ: ИМПЕРАТИВЫ РОССИЙСКОЙ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Иван ДАРОВСКИЙ

Иван Яковлевич Даровский —
аспирант кафедры экономической теории
и экономической политики
(Санкт-Петербургский государственный
университет, 199034, Санкт-Петербург,
Университетская наб., 7–9).
E-mail: ivan.darovsky@gmail.com

Аннотация

В настоящей статье рассматриваются причины снижения долгосрочных темпов роста российской экономики, стагфляции и рецессии, а также предпринимается попытка обоснования приоритетных мер экономической политики в складывающихся условиях. На основе статистического и макроэкономического анализа автор делает вывод о структурном характере замедления экономического роста с 2012 года. Кроме того, отмечается, что негативные эффекты, обусловленные переходом к новому общему равновесию (тренду), характеризующемуся более низкими долгосрочными темпами экономического роста, усугубились в конце 2014-го — 2015 году конъюнктурным циклом, связанным с возникновением кризиса платежного баланса, последствия которого сегодня во многом преодолены. Благодаря политике плавающего обменного курса произошла быстрая коррекция счета текущих операций и реальных заработных плат, что позволило экономике перейти к восстановительному росту на квартальной основе уже во второй половине 2016 года. Однако еще рано говорить о полной адаптации экономики к изменившейся глобальной конъюнктуре (по крайней мере до стабилизации государственных финансов) и об устранении структурных дисбалансов, негативно влияющих на темпы роста ВВП. В статье сформулированы ключевые задачи в области структурной политики и улучшения качества институциональной среды, а также представлены рекомендации по проведению консервативной макроэкономической политики, направленной на снижение инфляции и повышение долгосрочной устойчивости бюджетной системы к различного рода шокам. Подчеркивается, что реализация данных мер создаст необходимые предпосылки для перехода к инвестиционной модели экономического роста в России.

Ключевые слова: Россия, экономический рост, инфляция, монетарная политика, фискальная политика, структурные реформы.

JEL: E52, E62, E66, O43.

Введение

С 2012 года в России наблюдается резкое снижение темпов экономического роста. Прирост ВВП в 2013 году составил 1,3%, в 2014 году — всего 0,7%, а в 2015 году под влиянием экзогенных шоков фаза стагнации сменилась полномасштабной рецессией: ВВП сократился на 2,8%. Наряду с этим ускорилась инфляция, имеющая в нормальных условиях проциклический характер. То есть в национальной экономике проявились основные признаки стагфляции.

Актуальная макроэкономическая статистика указывает на преодоление стагфляции: нижнюю точку делового цикла можно считать пройденной (по данным Росстата, во II и III кварталах 2016 года экономика выросла по отношению к предыдущему кварталу на 0,6 и 0,2% соответственно, продолжая восстанавливаться после рецессии), к тому же укрепление рубля и слабый внутренний спрос замедлили инфляцию, составившую в декабре 2016 года 5,4% к соответствующему месяцу предыдущего года. Но первопричины стагнации в России до сих пор не устранены и негативно влияют на долгосрочный экономический рост.

Термин «стагфляция» вошел в научный дискурс в 1970-е годы, когда США столкнулись с высокой инфляцией в сочетании с безработицей. Американская стагфляция стала следствием ошибочной интерпретации кейнсианцами эмпирической закономерности (обнаруженной Олбаном Уильямом Филлипсом и получившей название кривой Филлипса), согласно которой между инфляцией и безработицей существует четкая отрицательная зависимость. Исходя из этого кейнсианцы давали рекомендации по увеличению инфляции для борьбы с безработицей. Однако стремительное повышение общего уровня цен в странах, придерживавшихся кейнсианских рецептов, не привело к заметному снижению безработицы и ускорению темпов экономического роста. Существование самой обратной зависимости между инфляцией и безработицей перестало подтверждаться статистическими наблюдениями, что явилось одним из главных объектов критики кейнсианского учения со стороны монетаристов и неоклассиков, результатом которой стала революция рациональных ожиданий в макроэкономической науке. Лауреат Нобелевской премии по экономике Роберт Эмерсон Лукас показал несостоятельность идей последователей ортодоксального кейнсианства [Lucas, 1976]. По мнению ученого, выраженная отрицательная связь между инфляцией и безработицей имеет место, когда экономическая политика непредсказуема. Это объясняет исчезновение зависимости, отраженной в кривой Филлипса, после принятия и объявления политического решения о борьбе с безработицей

путем монетарного стимулирования. Основной вывод, сделанный Лукасом, заключался в том, что «разумные модели макроэкономики должны строиться не на эмпирических закономерностях, найденных в данных, а на обоснованных теоретических предположениях о поведении оптимизирующих (не обязательно рациональных) агентов» [Замулин, Стырин, 2012. С. 4].

Помимо признания важности ожиданий фирм и домашних хозяйств в мировой экономической науке утвердился тезис о нейтральности денег в долгосрочном периоде, озвученный еще Дэвидом Юмом и формализованный в уравнении обмена Ирвингом Фишером. Тождество $MV = PY$, где M — денежная масса, V — скорость обращения денег, P — уровень цен, Y — годовой выпуск (доход), выполняется в любой момент времени, поскольку расходы на конечные товары и услуги (PY) всегда равны денежной массе, участвующей в совершении трансакций (MV). Но само уравнение обмена не выявило главного фактора, определяющего номинальный совокупный доход (PY). Только после введения ограничивающих допущений на основе уравнения обмена возникла количественная теория денег. Предполагалось, что скорость обращения денег и объем производства товаров и услуг в краткосрочном периоде неизменны. Из этого следовало, что увеличение (уменьшение) денежного предложения ведет к пропорциональному росту (снижению) абсолютных цен. В дальнейшем базовые допущения количественной теории денег о постоянстве V и Y не подтвердились статистикой. Тем не менее вывод о прямой зависимости инфляции от количества денег в обращении справедлив для долгосрочного периода, поскольку на длительном временном интервале цены и заработные платы являются гибкими, темпы экономического роста соответствуют полной занятости, а скорость обращения денег предсказуема, хотя и повышается в результате развития платежных систем и банкинга. В переходном же состоянии Фишер допускал воздействие шоков денежного предложения не только на уровень цен, но и на все величины, входящие в уравнение обмена [Фишер, 2001. С. 155]. Позднее эту идею развили монетаристы и неокейнсианцы, не отрицавшие активной роли денег в краткосрочном периоде, объясняя ее жесткостью цен и заработных плат, и считавшие целесообразной стабилизационную макроэкономическую политику. Таким образом, фискальные и монетарные меры в монетаристско-неокейнсианской парадигме способны лишь сглаживать краткосрочные колебания деловой активности и не влияют на долгосрочный экономический рост, главными детерминантами которого являются инвестиции, имеющиеся ресурсы, научно-технический прогресс и связанная с ним общая факторная производительность. Долгосрочным периодом макроэкономисты называют время, за которое цены и заработные платы

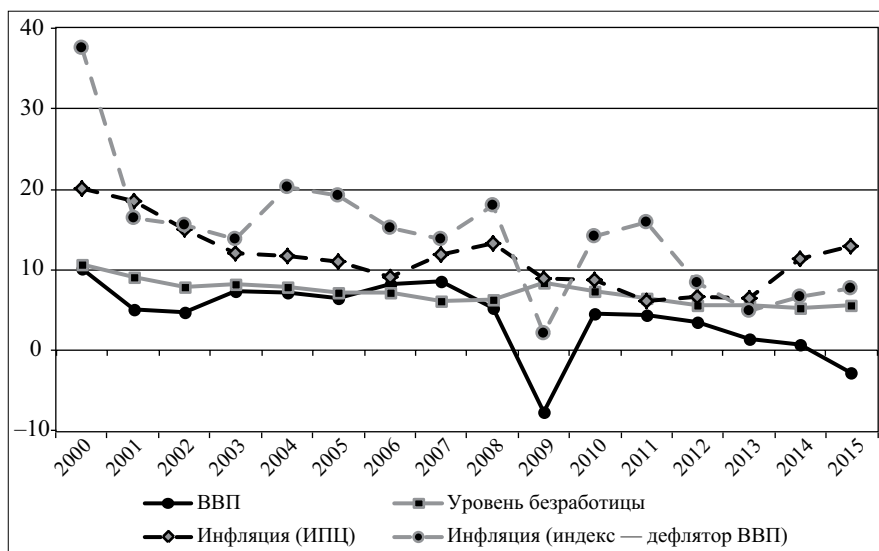
подстраиваются к изменению денежного предложения или совокупного спроса в экономике, а инструменты фискальной и монетарной политики перестают оказывать воздействие на реальные переменные (рост реального ВВП, безработицу, реальные процентные ставки, реальный обменный курс, реальные зарплаты и доходы). Как показывает эмпирическое исследование Марка Билса и Питера Кленов [Bils, Klenow, 2004], в США феномен жесткости цен, то есть их неизменности, наблюдается в среднем около года. Скорость коррекции цен в других странах может несколько отличаться в зависимости от развитости рыночной экономики, уровня конкуренции, темпа инфляции и т. д.

Ошибки в экономической политике порой обусловлены неверными оценками макроэкономической динамики. Если в экономике происходит циклический спад, то для скорейшего выхода из рецессии стимулируется совокупный спрос¹. Однако в ситуации замедления темпов роста ВВП, которое связано со структурными ограничениями, мягкие налогово-бюджетные и денежно-кредитные меры приведут лишь к увеличению общего уровня цен. Бессмысленно и контрпродуктивно влиять подобным образом на долгосрочный экономический рост и бороться с трендом. Итогом такой политики будет стагфляция.

В последние годы стагнирующим и отрицательным темпам роста российского ВВП соответствовала низкая безработица — более того, имел место дефицит рабочей силы, а инфляция, которая обычно является аппроксимацией цикла, оставалась высокой и слабо реагировала на динамику ВВП (рис. 1). Другими словами, в российской экономике практически не проявились признаки кризиса, вызванного падением совокупного спроса², и замедление экономического роста имеет структурный характер. Ускорение инфляции, измеряемой по ИПЦ, в 2014–2015 годах стало более резким, чем в 2008 году, поскольку тогда де-факто использовался режим таргетирования валютного курса и импорт инфляции был ограничен. При этом рецессия в России, вызванная глобальным финансово-экономическим кризисом, является примером непродолжительного циклического спада, что подтверждается возросшим уровнем безработицы и существенно замедлившейся инфляцией в 2009 году.

¹ Принципиально иной позиции придерживаются неоклассики, разработавшие альтернативную теорию цикла — концепцию реального делового цикла (RBC), которая объясняет возникновение флуктуаций реальными шоками предложения. Данные шоки воздействуют на относительные цены, поэтому антициклическая политика (как фискальная, так и монетарная) не только неэффективна, но и нежелательна, поскольку приводит к искажению рыночной информации.

² Сокращение внутреннего спроса на 10,3% произошло в 2015 году.



Источник: Росстат.

Рис. 1. Взаимосвязь роста ВВП, инфляции и безработицы в России (темпы роста, %)

Исключительная значимость складывающейся конъюнктуры активизировала научную дискуссию о приоритетах макроэкономического регулирования в Российской Федерации. Актуальным вопросам монетарной политики, теории и практики инфляционного таргетирования посвящены такие работы, как: [Юдаева, 2014; Горюнов и др., 2015; Тулин, 2014; Вудфорд, 2014], и многие другие. Предложения по совершенствованию налогово-бюджетной политики и действующей модели государственного инвестирования содержатся в работах: [Гурвич и др., 2015; Гурвич, Соколов, 2016; Идрисов, Синельников-Мурылев, 2013; 2014]. Причины снижения долгосрочных темпов роста российской экономики рассмотрены в: [Лякин, 2013; 2014; Кудрин, Гурвич, 2014; Замараев и др., 2013]. Последовательная критика проводимой российскими властями макроэкономической политики представлена в работах: [Глазьев, 2014; Алтунян, 2015; Ивантер и др., 2013]. Ключевым элементом данной критики является денежно-кредитная политика, имеющая антиинфляционный характер и, по мнению оппонентов Банка России, сдерживающая потенциал экономического роста, тогда как устранение структурных барьеров, препятствующих выходу российской экономики на более высокие темпы роста, находится вне мандата ЦБ РФ.

Цель настоящей статьи: анализ факторов и тенденций, которые привели к стагнации, стагфляции и рецессии в России, а также обоснование приоритетных мер экономической политики, направленных на скорейшее возвращение экономики к траектории устойчивого роста.

1. Кризис потребительской модели роста экономики России

Дефолт 1998 года, вызванный образованием финансовой пирамиды вследствие перманентного рефинансирования государственного долга и ростом процентных ставок на рынке ГКО, которому способствовала искусственная поддержка завышенного обменного курса рубля, имел неоднозначные последствия. Они проявились, с одной стороны, в утрате доверия экономических агентов к национальной валюте, в банковском кризисе, в потере сбережений населения, в спаде производства, в росте уровня безработицы до 13,3%, в сокращении на треть реальных заработных плат за 1998–1999 годы, а с другой — в автоматическом обесценении долгов (неплатежей) и в существенном росте конкурентоспособности продукции российских предприятий. В результате значительной девальвации рубля получил преимущество не только экспортно ориентированный сектор российской экономики. Удорожание импорта способствовало замещению его потребления внутри страны отечественными товарами и развитию обрабатывающих производств. Важную роль сыграла также отмена в 1999 году правительством моратория на экспортные пошлины, которые позволили удержать внутренние сырьевые цены на сравнительно низком уровне.

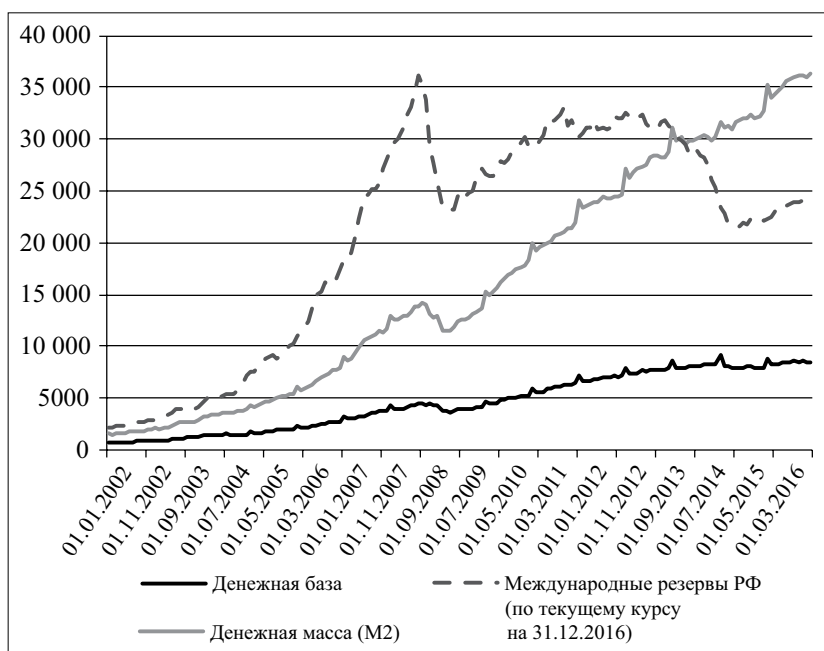
Кроме того, складывающаяся сверхблагоприятная внешнеэкономическая конъюнктура обеспечивала увеличение как потребительского, так и инвестиционного спроса, создавая тем самым условия для быстрого восстановительного роста в России, ставшего естественной ответной реакцией экономики на колоссальный трансформационный спад 1990-х годов.

В результате реформы налогообложения добычи нефти и газа произошло масштабное перераспределение сверхдоходов от экспорта продукции российского топливно-энергетического комплекса. С 2002 года в бюджет Российской Федерации стало изыматься в среднем 70% природной ренты нефтегазового сектора (в нефтяном секторе уровень изъятия природной ренты в отдельные периоды превышал 80%) [Гурвич, 2011. С. 8], что позволило уменьшить налоги и одновременно увеличить государственные расходы. Данные меры, бесспорно, способствовали расширению потребительского спроса в 2000-е годы. Так, увеличение цены нефти на 1% в реальном выражении вызывало прирост внутреннего спроса на 0,22% [Гурвич, Прилепский, 2013. С. 15]. Вместе с тем физические объемы добычи нефти с 2005 года принципиально не менялись, колеблясь у отметки в 500 млн тонн в год, а рост ВВП происходил за счет увеличения цен на основные товары российского экспорта и бурного развития сферы услуг (главным образом розничной торговли, которая стала одним из драйверов экономического роста).

Важную роль в поддержке потребительской модели роста экономики России играл банковский сектор. Несмотря на высокие номинальные ставки, реальные ставки в докризисный период находились в отрицательной плоскости. Средняя реальная ставка по розничным депозитам за 2000–2007 годы составила -5% .

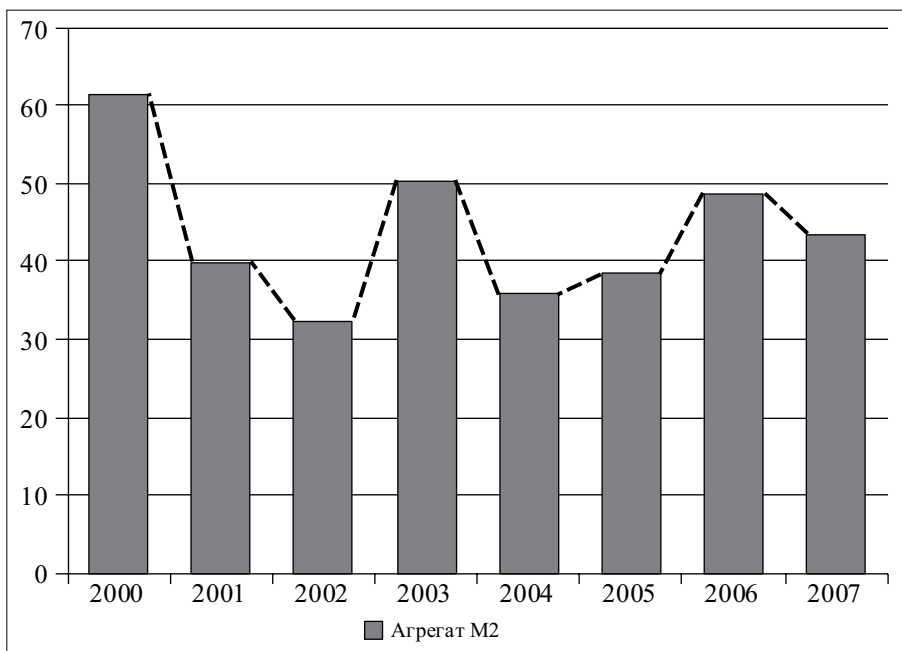
Данный фактор негативно сказывался на стимулах к увеличению сбережений, поскольку доходность по депозитам была отрицательной, и создавал стимулы к кредитованию и повышению уровня текущего потребления. Объем рынка розничного кредитования вырос с 2 млрд долл. (менее 1% ВВП) в 2000 году до 140 млрд долл. (10% ВВП) в 2008 году. Однако функцию трансформации сбережений в инвестиции российский банковский сектор выполнял плохо: доля кредитов в обеспечении инвестиций возросла с 3–4% в 2000 году до 10% в 2007 году [Орлова, 2008. С. 26], чего было явно недостаточно для перехода от потребительской модели роста к инвестиционной.

Отрицательная реальная процентная ставка в России — результат проводившейся монетарной политики. После кризиса 1998 года в полной мере был задействован лишь валютный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а денежная эмиссия определялась внешними условиями (рис. 2).



Источники: ЦБ РФ; расчеты автора.

Рис. 2. Динамика международных резервов РФ, денежной базы и денежной массы (млрд руб.)



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 3. Темпы прироста денежной массы (%)

ЦБ РФ, влияя на обменный курс рубля, накапливал валютные резервы и не контролировал денежное предложение. Лишь в предкризисные месяцы Банк России начал эмитировать облигации с целью частичной стерилизации избыточной денежной массы. Как следствие, фактическая инфляция в 2000–2007 годах превышала прогнозные значения монетарных властей. Стоит отметить, что инфляция середины 2000-х годов имеет специфику, отличающую ее от инфляции начала 1990-х годов, когда Банк России осуществлял эмиссионное финансирование дефицита бюджета. Приток капитала в российскую экономику, вызванный значительным увеличением цен на экспортируемую продукцию ТЭК, выступал фундаментальным фактором укрепления рубля. Активная политика регулятора, препятствующая номинальному удорожанию рубля, вела к повышению его реального курса. Последнее происходило за счет опережающего роста цен в России по сравнению с ее торговыми партнерами.

Темпы роста денежной массы в 2000-е годы сохранялись на чрезвычайно высоком уровне (рис. 3) и не соответствовали долгосрочным темпам роста экономики. Но их влияние на инфляцию сдерживалось расширенным спросом на рубли и дедолларизацией. Макроэкономическая стабильность способствовала подъему уровня доверия экономических агентов к проводимой политике и национальной денежной единице. Сама же инфляция не являлась острой социальной проблемой, по-

скольку в 2000–2008 годах реальные располагаемые доходы в среднем увеличивались ежегодно на 10,8%. При растущем спросе на деньги осуществлявшаяся монетарная политика решала задачу восстановления реальной денежной массы, значительно сократившейся в 1990-е годы.

Представляется, что из-за устойчиво высоких темпов роста денежной массы и постоянной индексации тарифов естественных монополий не удалось зафиксировать инфляционные ожидания на более низком уровне. Вдобавок преследование Центральным банком РФ сразу двух целей — управления валютным курсом и борьбы с инфляцией — резко снижало эффективность проводимой денежно-кредитной политики. Поэтому проблема инфляции в России не была устранена в докризисный период, в отличие от других развивающихся стран, центральные банки которых перешли к политике таргетирования инфляции, показавшей высокую результативность в короткие сроки (табл.).

Тогда же формировались структурные ограничения, ставшие причиной последующего снижения долгосрочных темпов роста российской экономики. При неизменно увеличивающемся ВВП вопросы, связанные с необходимостью структурных реформ, как правило, отходят на второй план. Благодаря эффекту низкого старта и позитивной мирохозяйственной конъюнктуре потребительская модель роста обеспечивала восстановление экономики быстрым темпом, но исчерпала себя уже к 2008 году. В итоге к мировому финансово-экономическому кризису экономика России, восстановившись до уровня 1989 года, подошла без структурных преобразований, отвечающих задачам диверсификации и инновационного развития.

После преодоления рецессии и достижения предкризисного максимума в 2011 году российская экономика так и не смогла вернуться к прежней траектории роста (рис. 4). С начала 2000-х годов вплоть до кризиса 2008–2009 годов ее фактические темпы роста превышали потенциальные, однако в посткризисный период наступила стагнация. В то же время ключевые макроэкономические индикаторы соответствовали скорее ситуации перегрева, что указывало на нециклический характер замедления экономического роста.

Вместе со стабилизацией нефтяных цен в 2011–2012 годах на достаточно высоком уровне и с переходом от восстановительного роста к росту при полной занятости наблюдалось снижение потенциальных темпов роста ВВП до 1,7%³.

³ Данная оценка была получена методом декомпозиции временного ряда с применением фильтра Ходрика — Прескотта. Существует множество других исследований, посвященных определению долгосрочных темпов роста российского ВВП. Например, Центр макроэкономического анализа Альфа-Банка оценивает потенциал роста российской экономики в 1,5–2% (см.: <http://www.finam.ru/analysis/forecasts/ekonomicheskiiy-rost-v-rossii-legkix-resheniiy-net-20150803-18230/>), сотрудники ИЭП им. Е. Т. Гайдара приходят к выводу, что структурная составляющая экономического роста в период 2009–2014 годов снизилась с 4,3 до 1–2% [Синельников-Мурылев и др., 2015. С. 74].

Т а б л и ц а

Результаты применения режима инфляционного таргетирования

Страна	Начало использования режима таргетирования инфляции	Инфляция за год, в котором был осуществлен переход к инфляционному таргетированию (%)	Целевой показатель инфляции на 2012 (если не указано иное)	Тип целевого показателя	Горизонт целевого показателя	Инфляция, 2012 (%)	Инфляция, 2015 (%) ^a
<i>Развивающиеся страны</i>							
Польша	IV кв. 1998	11,7	2,5% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	3,6	-1
Бразилия	II кв. 1999	4,9	4,5% ± 2 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Годовой	5,4	9
Чили	III кв. 1999	3,3	3% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Около 2 лет	3	4,3
Колумбия	III кв. 1999	10,9	2–4%	Интервальный, ОИПЦ	Среднесрочный	3,2	5
ЮАР	I кв. 2000	5,3	3–6%	Интервальный, ОИПЦ	Постоянный	5,7	4,6
Таиланд	II кв. 2000	1,6	3% ± 1,5 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	8 кварталов	3	-0,9
Мексика	I кв. 2001	6,4	3% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	4,1	2,7
Венгрия	II кв. 2001	9,2	3%	Точечный, ОИПЦ	Среднесрочный	5,7	-0,1
Перу	I кв. 2002	0,2	2% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Постоянный	3,7	3,6
Филиппины	I кв. 2002	2,7	4% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	3,2	1,4
Гана	2002	14,8	8,7% ± 2 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	18–24 мес.	9,2	17,1
Гватемала	I кв. 2005	9,1	4,5% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Конец года	3,8	2,4
Индонезия	III кв. 2005	10,5	4,5% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	4,3	6,4
Румыния	III кв. 2005	9	3% ± 1 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	3,3	-0,6
Турция	I кв. 2006	9,6	5% ± 2 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Многолетний (3 года)	8,9	7,7
Армения	I кв. 2006	2,9	4% ± 1,5 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	2,6	3,7
Сербия	2009	8,1	4% ± 1,5 п.п.	Т + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный	7,3	1,4

Продолжение таблицы

Страна	Начало использования режима таргетирования инфляции	Инфляция за год, в котором был осуществлен переход к инфляционному таргетированию (%)	Целевой показатель инфляции на 2012 (если не указано иное)	Тип целевого показателя	Горизонт целевого показателя	Инфляция, 2012 (%)	Инфляция, 2015 (%) [*]
Россия	IV кв. 2014	11,4	4% (по итогам 2017)	Точечный, ОИПЦ	Многолетний (до конца 2017)	6,6	12,9
Казахстан	III кв. 2015	13,6	6–8% (с 2015)	Интервальный, ОИПЦ	Среднесрочный	6	13,6
<i>Развитые страны</i>							
Новая Зеландия	I кв. 1990	6,1	1–3%	Интервальный, ОИПЦ	Среднесрочный	0,9	0,2
Канада	I кв. 1991	5,6	2% (среднее значение интервала 1–3%)	T + ИДО, ОИПЦ	6–8 кварталов	1,5	1,1
Великобритания	IV кв. 1992	4,3	2%	Точечный, ОИПЦ	Постоянный	2,8	0,1
Швеция	I кв. 1993	4,6	2%	Точечный, ОИПЦ	Обычно 2 года	0,9	–0,05
Финляндия ^b	I кв. 1993	2,1	–	–	–	2,8	–0,2
Австралия	II кв. 1993	1,8	2–3%	Интервальный, ОИПЦ	Среднесрочный	1,8	1,5
Испания ^b	I кв. 1995	4,7	–	–	–	2,4	–0,5
Израиль	II кв. 1997	9	1–3%	Интервальный, ОИПЦ	В течение 2 лет	1,7	–0,6
Чехия	I кв. 1998	10,6	2% ± 1 п.п.	T + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный (12–18 мес.)	3,3	0,3
Южная Корея	II кв. 1998	7,5	3% ± 1 п.п.	T + ИДО, ОИПЦ	Многолетний (3 года)	2,2	0,7
Исландия	I кв. 2001	6,4	2,5%	Точечный, ОИПЦ	В среднем	5,2	1,6
Норвегия	I кв. 2001	3	2,5%	Точечный, ОИПЦ	Среднесрочный	0,7	2,2

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

Страна	Начало использования режима таргетирования инфляции	Инфляция за год, в котором был осуществлен переход к инфляционному таргетированию (%)	Целевой показатель инфляции на 2012 (если не указано иное)	Тип целевого показателя	Горизонт целевого показателя	Инфляция, 2012 (%)	Инфляция, 2015 (%) ^a
Словакия ^b	I кв. 2005	2,7	—	—	—	3,6	—0,3
Япония	I кв. 2013	0,4	2% (с 2013)	Точечный, ОИПЦ	Неопределенный	—0,03	0,8
Швейцария	I кв. 2015 (I кв. 2000) ^c	—1,1	не более 2% (1% к 2018)	T + ИДО, ОИПЦ	Среднесрочный и долгосрочный	—0,7	—1,1

^a Существенный вклад в снижение инфляции в ряде стран вплоть до отрицательных значений внесло падение цен на энергоносители, укрепившее общемировой дезинфляционный тренд. Экономика еврозоны вошла в дефляцию, оказывающую сдерживающее влияние на деловую активность (в условиях дефляции реальная процентная ставка будет положительной даже при нулевой номинальной ставке). В связи с этим ЕЦБ и Банк Японии продлили действие программы количественного смягчения.

^b Страны, вошедшие в зону евро и утратившие самостоятельность в области монетарной политики.

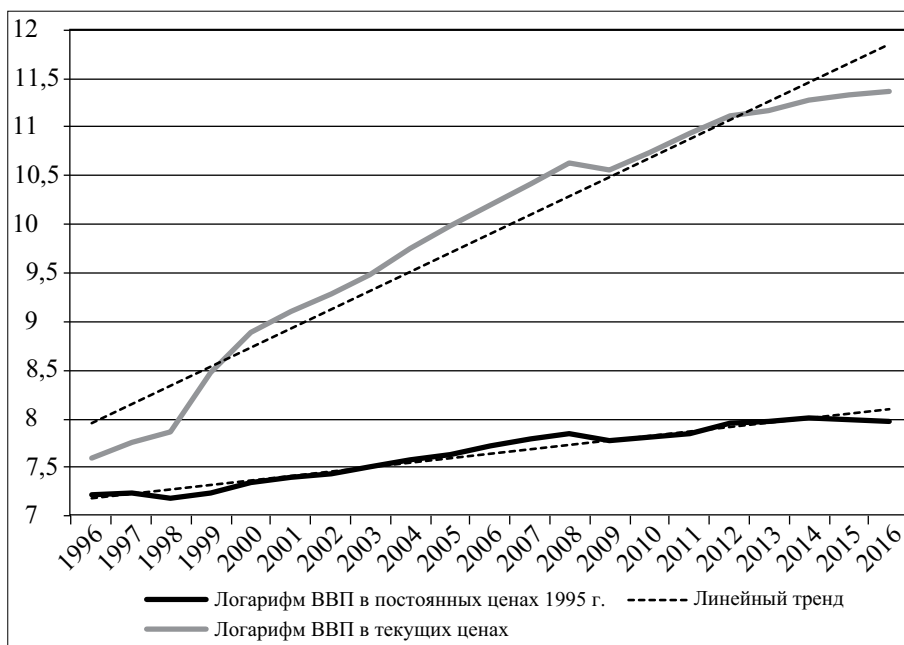
^c До 2015 года Национальный банк Швейцарии фактически проводил монетарную политику в рамках режима таргетирования валютного курса, более трех лет пытаясь удерживать котировку евро/франк выше отметки 1,20. Но после отказа монетарных властей Швейцарии от дальнейшего участия в валютных войнах главной таргетируемой макропеременной стала инфляция.

Примечания:

1. T + ИДО — точечный с интервалом допускаемых отклонений.

2. ОИПЦ — общий индекс потребительских цен (ИПЦ, в отличие от базовой инфляции, учитывает цены на продукты питания, энергию и является более понятным широкой аудиторией показателем).

Источники: Всемирный банк; официальные сайты центральных банков; [Hammond, 2012; Roger, 2010].



Источники: Росстат; расчеты автора.

Рис. 4. Рост ВВП Российской Федерации

В 2000-е годы шло накопление структурных проблем, усугубившихся в результате глобального кризиса, что ослабило национальную конкурентоспособность. Помимо консервации институциональной неразвитости, высокой коррумпированности государственного аппарата, преобладания низкопроизводительных рабочих мест и широкого государственного присутствия, увеличилась доля оплаты труда в ВВП. Внушительный рост пенсий в 2007–2010 годах почти на 30% в год и заработных плат в госсекторе на 21% в год в 2012–2013 годах стимулировал текущее потребление, но сокращал возможности Правительства РФ и региональных органов исполнительной власти в сфере государственных инвестиций, направляемых на цели долгосрочного социально-экономического развития. Частный сектор повышал зарплаты вслед за госсектором. В итоге расходы на оплату труда в 2014 году достигли 52% ВВП. Именно длительное снижение прибыли российских корпораций в структуре ВВП стало важным фактором инвестиционной паузы, так как крупнейшим источником финансирования инвестиций в основные фонды в 1999–2015 годах являлись собственные средства предприятий⁴.

⁴ Кроме того, определенный вклад в затухание инвестиционной активности внесло завершение строительных работ по крупным инфраструктурным проектам, связанным с проведением Олимпийских игр в Сочи, саммита АТЭС во Владивостоке и Универсиады в Казани.

Ввиду особенностей развития российской экономики дальнейшее перераспределение богатства от корпоративного сектора к домашним хозяйствам маловероятно, а значит, перестает действовать один из механизмов, ранее обеспечивавших увеличение потребительского спроса.

К фундаментальным изменениям посткризисного периода относится также прекращение роста спроса на деньги, обеспечивавшегося снижением инфляции и позволявшего монетарным властям относительно безболезненно для макроэкономической стабильности наращивать денежное предложение. Данный факт стал очевиден в 2010 году, когда привычная политика Банка России по таргетированию валютного курса на некоторое время ускорила инфляцию. В результате ЦБ РФ приостановил использование интервенций, имевших целью сглаживание колебаний курса рубля, расширил валютный коридор и модифицировал трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (возросла значимость операций рефинансирования и канала процентной ставки, тогда как роль канала валютного курса в формировании денежного предложения снизилась). С этим, помимо стабилизации нефтяных цен, связано завершение периода выраженного роста золотовалютных резервов (ЗВР) Российской Федерации, продолжавшегося до 2011 года (рис. 2).

По мнению Александра Лякина, посткризисное развитие российской экономики может быть объяснено гипотезой Чарльза Нельсона и Чарльза Плоссера [Nelson, Plosser, 1982] о смене трендов макроэкономических динамических рядов вследствие различного рода шоков [Лякин, 2014. С. 112]. Тогда движению ВВП от стохастического тренда к его долгосрочному детерминированному тренду должна способствовать экономическая политика, направленная на увеличение потенциальных (структурных) темпов экономического роста⁵ посредством повышения совокупной факторной производительности.

Рост цены нефти уже не будет достаточным условием функционирования описанной выше модели, обеспечивавшей в 2000–2008 годах быстрое восстановление российской экономики (в среднем на 7% в год). Возврат к ней невозможен по причине истощения внутренних резервов: удорожания рабочей силы, увеличения занятости и снижения уровня безработицы до минимальных значений, прекращения роста производительности труда и загрузки производственных мощностей. Затрудняют задачу повышения эффективности российской экономики проблемы с инвестиционным климатом, которые являются следствием несовершенства институтов, а также низкий

⁵ То есть возможных темпов роста российской экономики при естественном уровне безработицы, полной эффективной загрузке производственных мощностей и заданной совокупной факторной производительности, характеризующей уровень научно-технического и технологического прогресса, а также активность бизнеса по внедрению результатов НТП в производство.

уровень конкуренции и слабые рыночные стимулы, обусловленные доминированием государственных и квазигосударственных компаний.

Глобальные тенденции лишь усиливают негативные процессы в национальном хозяйстве. Мировая экономика вошла в состояние «новой нормальности» (*new normal*), характеризующееся замедлением экономического роста, более высокой безработицей и неопределенностью относительно будущих периодов. Последняя усилилась, так как не ясны долгосрочные эффекты нетрадиционной монетарной политики в США, Великобритании, ЕС и Японии. Другая важная черта «новой нормальности» — выравнивание темпов экономического роста в развитых и развивающихся странах, происходившее вместе с приближением показателя ВВП на душу населения развивающихся стран к зоне средних доходов. В научной литературе описанное явление получило название «ловушка среднего дохода» [Felipe et al., 2012]. В результате инвестиционная привлекательность развивающихся экономик, базирующаяся на дешевизне используемых в производстве ресурсов, в особенности трудовых, снижается. Этому же способствует сворачивание Федеральной резервной системой США программы количественного смягчения (QE), усиливающее отток капитала с развивающихся рынков.

В данной обстановке торможение экономики Китая, одного из главных потребителей энергетических ресурсов, и активизация деятельности по добыче сланцевой нефти в США привели к превышению предложения над спросом на мировом нефтяном рынке. Кроме замедления роста в развивающихся странах уменьшают долгосрочный спрос на сырье быстрое развитие энергосберегающих технологий и освоение альтернативных источников энергии. Нефтяной суперцикл, в ходе которого страны — экспортеры энергоресурсов быстро развивались, накапливая валютные резервы, завершился — и наступил период низких сырьевых цен.

Падение нефтяных котировок дестабилизировало внутренний валютный рынок. Российский рубль относится к группе товарно-сырьевых валют (*commodity currencies*)⁶. В эту же группу входят австралийский, канадский и новозеландский доллары, бразильский реал, южноафриканский рэнд, чилийский песо, казахстанский тенге. Их отличает предсказуемая реакция на изменение цен основных экспортных товаров (сырья). При удешевлении экспорта девальвация в таких экономиках — мера, предотвращающая крупный спад производства и рост числа безработных за счет снижения реальных зарплат и покупательной способности национальной денежной единицы, а рыночное курсообразование обеспечивает быструю коррекцию счета

⁶ Более подробно см. работу: [Chen, Rogoff, 2003].

текущих операций и повышает устойчивость бюджетной системы к подобного рода шокам. Но в России конца 2014 года ослабление курса рубля приобрело неуправляемый характер, став серьезной макроэкономической проблемой. Самоустранение ЦБ РФ с валютного рынка и объявление о переходе к режиму плавающего обменного курса и инфляционному таргетированию сформировали гипертрофированные девальвационные ожидания у экономических агентов, быстро трансформировавшиеся в ожидания роста цен. Валютные спекулянты смогли выстраивать свои стратегии с минимальными рисками. Обостряло положение отсутствие у ЦБ РФ репутации независимого государственного института, продуманной информационной политики и налаженных каналов коммуникации с рынком. Банк России не смог убедить рынок, что способен контролировать ситуацию, своевременно не указав, каким образом намерен осуществлять финансово-экономическую стабилизацию. В результате более чем двукратного обесценения рубля (то есть в условиях валютного кризиса) существенно подорожал импорт, а также ускорилась инфляция. В 2014–2015 годах особенно сильно проявился эффект переноса динамики обменного курса на внутренние цены. Вклад ослабления рубля в инфляцию на ноябрь 2015 года оценивался в 6 п.п.⁷ Дополнительное инфляционное давление было создано введением Россией продовольственного эмбарго (контрсанкций). Всплеск инфляции вызвал сокращение реальных доходов населения и потребительского спроса, что стало одной из причин рецессии 2015 года — циклического спада, произошедшего вследствие отрицательных экзогенных шоков, на фоне снижения долгосрочных темпов роста ВВП. Помимо вынужденного повышения Банком России ключевой ставки, едва ли не проциклический характер возымела и налогово-бюджетная политика Правительства РФ, усугубив тем самым кризисные настроения⁸.

Однако некоторые макроэкономисты склонны полагать, что не только длительная стагнация, но и падение производства в 2015 году обусловлены ограничениями со стороны предложения, а не снижением совокупного спроса [Замулин, 2016]. В этом случае отсутствует необходимость в политике стимулирования совокупного спроса даже на коротком временном интервале 2015–2016 годов. По-видимому, негативный шок предложения сочетался со сжатием спроса (более уверенно об этой гипотезе можно будет говорить после специального эконометрического исследования).

⁷ Доклад о денежно-кредитной политике. 2015. № 4 (см.: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2015_04_ddcp.pdf).

⁸ Стоит отметить, что налогово-бюджетная политика была контрциклической, так как на верхних фазах экономического цикла бюджет находился в профиците, а на нижних — в дефиците. Но при низких сырьевых ценах правительство пытается привести бюджетные расходы в соответствие с сократившимися доходами.

В августе 2016 года ЦБ РФ объявил о завершении рецессии в России. Таким образом, дальнейшая полемика о целесообразности контрциклических мер лишена смысла, и основное внимание субъектов экономической политики должно быть сосредоточено на проблеме стагнации.

Обеспечение ценовой и финансовой стабильности — важнейшая цель мегарегулятора. Поскольку в долгосрочном периоде монетарная политика влияет лишь на уровень цен, что подтверждается многочисленными эмпирическими исследованиями [McCandless, Weber, 1995; de Grauwe, Polan, 2005] и не вызывает сомнений у подавляющего большинства экономистов, сосредоточенности ЦБ на антиинфляционном и контрциклическом регулировании будет достаточно для максимизации общественного благосостояния [Woodford, 2003]. Другими словами, главный вклад монетарной политики в долгосрочный экономический рост состоит в поддержании низких и стабильных темпов инфляции. Поэтому в ноябре 2014 года Банк России отменил валютный коридор⁹, предполагавший проведение интервенций на его границах, и перешел к полноценному инфляционному таргетированию, начав использовать операционные инструменты¹⁰, позволяющие удерживать краткосрочные процентные ставки денежного рынка в диапазоне¹¹, необходимом для достижения в 2017 году целевого уровня инфляции (4% в год). Но институционализация нового режима денежно-кредитной политики совпала по времени с ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры, с внутренним структурным кризисом, с геополитической напряженностью и с международными санкциями в отношении Российской Федерации, связанными с ее внешнеполитическим курсом и ограничивающими привлечение иностранного долгового капитала. Под санкциями оказалось около половины баланса банковского сектора России [Орлова, 2014. С. 54]. Вследствие этого даже в условиях дорогих денег возросла значимость операций рефинансирования ЦБ РФ как источника фондирования. Вместе с тем данное обстоятельство существенно уменьшило курсовые риски в российской экономике, предотвратив масштабный рост корпоративного долга в валюте.

Сохраняется неопределенность относительно способности банковского сектора финансировать потребительскую модель роста экономики в будущем. Из-за высокого неипотечного долга (10% ВВП на конец 2015 года) розничное кредитование вряд ли будет играть прежнюю роль. Фактически потребительское кредитование перестало

⁹ Однако в дальнейшем нельзя допускать чрезмерной волатильности курса рубля, угрожающей достижению цели по инфляции.

¹⁰ Более подробно об операционном механизме режима таргетирования инфляции см. в работе: [Юдаева, 2014].

¹¹ Ключевая ставка ЦБ РФ ± 1 п.п.

оказывать стимулирующее влияние на экономический рост с середины 2012 года, когда среднемесячный прирост объема кредитов стал равняться процентным платежам по ним, а в 2015 году неипотечное кредитование уменьшилось. К тому же поддержание Банком России высокой ключевой ставки, необходимое для формирования ожиданий, на фоне понижающего инфляционного тренда приводит к росту реальной ставки по кредитам, что делает их менее привлекательными для заемщиков. Но неипотечный сегмент представлен краткосрочными кредитами, а следовательно, ситуация в нем может быстро меняться.

Тем не менее приближающийся электоральный цикл поддержит потребление домашних хозяйств. Крайне непопулярные меры Правительства РФ в части индексации пенсий на уровне 4% в 2016 году и заморозки зарплат в госсекторе уменьшают базу поддержки правящей элиты. Поэтому с целью обеспечения лояльности граждан на предстоящих президентских выборах в принятом трехлетнем бюджете не произошло радикального сокращения социальных расходов. Напротив, их доля в общей структуре расходов бюджета должна увеличиться к 2019 году до 39%. Правительство приняло решение о двухразовой индексации пенсий в 2017 году: 1 февраля — по фактической инфляции 2016 года (5,4%) и 1 апреля — на дополнительные 1,5%. Помимо этого продолжилось финансирование расходов, направленных на достижение целевых значений заработных плат в отдельных секторах экономики, установленных в «майских указах» президента. Однако задача планомерного снижения бюджетного дефицита может потребовать пересмотра многих обязательств государства и секвестра расходов.

Негативное влияние на макроэкономическую конъюнктуру будут оказывать и демографические процессы. В силу присущей им инерции Россию в ближайшее десятилетие ждет ежегодное сокращение численности экономически активного населения в среднем на 200—300 тыс. чел. При выбытии населения в трудоспособном возрасте¹² и старении рабочей силы затруднено повышение производительности труда, поэтому возрастает роль капиталоемких отраслей.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод об окончании этапа сравнительно быстрого экономического роста в России, который базировался на увеличении сырьевых цен и внутреннего спроса. Сегодняшнее замедление экономического роста носит структурный и долгосрочный характер: прежние драйверы роста перестали действовать, а новые еще не возникли. В 2006—2015 годах российский ВВП в среднем рос темпом 2,56%, что немного медленнее темпов роста мировой экономики, поэтому обозначенный период можно на-

¹² В соответствии со средним вариантом прогноза Росстата доля лиц в трудоспособном возрасте сократится к 2031 году до 54,6% от общей численности населения (см.: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/demo/progn3.htm).

звать «потерянным десятилетием». При сохранении текущего тренда Россию ожидает длительная стагнация и неизбежное сокращение ее доли в мировом ВВП.

2. Экономическая политика России в современных условиях: выбор приоритетов и инструментов

Принимая во внимание всю серьезность внешних вызовов и наличие внутренних структурных дисбалансов в народном хозяйстве, необходимо ответить на вопрос: «Какая экономическая политика нужна России?» И если с конечной целью, заключающейся в обеспечении устойчиво высоких темпов роста ВВП и в повышении благосостояния граждан Российской Федерации, согласны все участники общественной дискуссии, то в части путей и методов достижения этой цели можно услышать прямо противоположные мнения. Решение данной проблемы видится автору в четком определении приоритетов российской экономической политики, конкретизирующих ее главную цель и задачи, а также в выборе адекватных поставленной цели инструментов экономической политики на основе современной макроэкономической теории.

В экспертно-научном дискурсе можно выделить две главные конкурирующие концепции (модели) социально-экономического развития России на ближайшие годы. Ключевые положения первой концепции представлены в официальной позиции ЦБ РФ и Правительства РФ, Стратегии—2020¹³, в работах: [Кудрин, Гурвич, 2014; Юдаева, 2014; Горюнов, Трунин, 2013; Горюнов и др., 2015] и др.

Эти положения можно свести к следующим тезисам:

- замедление экономического роста в России вызвано структурными факторами;
- меры по стимулированию совокупного спроса не ускорят темпы роста ВВП и приведут к инфляции;
- макроэкономическая политика должна быть консервативной (направленной на формирование условий для появления «длинных» инвестиционных ресурсов);
- необходимо проводить структурные реформы, совершенствовать институты, улучшать бизнес-климат и повышать роль рыночных стимулов;
- важно развивать сектора экономики, ориентированные на внешний спрос;
- долгосрочные темпы экономического роста могут быть ускорены инвестициями в человеческий капитал.

¹³ Стратегия—2020: Новая модель роста — новая социальная политика. Итоговый доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года (см.: <http://2020strategy.ru/2020>).

Идеи альтернативной концепции содержатся в программе «Столыпинского клуба»¹⁴, в работах: [Глазьев, 2014; 2015; Аганбегян, 2015] и др. Их принципиальное отличие заключается в признании осуществляемой правительством и Банком России макроэкономической политики неэффективной и в обосновании важности монетарных и налогово-бюджетных мер стимулирования экономического роста. При этом критики текущего курса экономической политики отмечают необходимость структурных реформ, снижения административного давления на бизнес, построения правового государства и т. д.

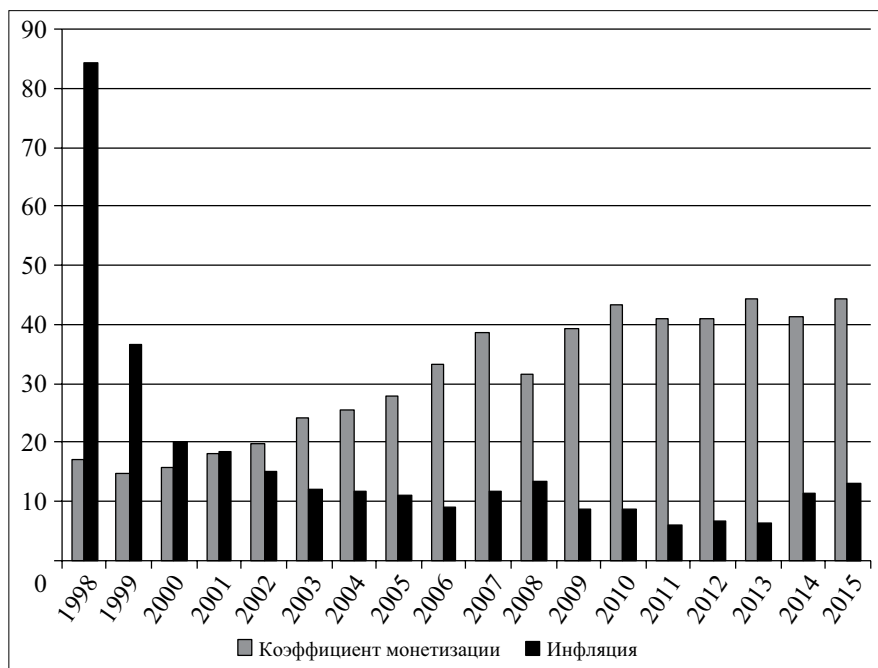
Ниже представлен анализ доводов сторонников стимулирующей макроэкономической политики с позиции современной экономической науки.

Одним из главных аргументов, подкрепляющих, по мнению оппонентов ЦБ РФ, вывод об ограничительном характере монетарной политики, служил (и продолжает оставаться) низкий коэффициент монетизации российской экономики, особенно по сравнению с другими развитыми и развивающимися странами. Так, в программе «Столыпинского клуба» предлагается увеличить коэффициент монетизации с 45 до 80–90% путем наращивания денежного предложения и перейти к умеренно мягкой денежно-кредитной политике.

Однако расширенное денежное предложение приведет к снижению коэффициента монетизации, исчисляемого как отношение денежного агрегата М2 к ВВП, поскольку данный показатель характеризует спрос на деньги (денежная масса — функция спроса на деньги). При экспансионистской денежной политике ускорится инфляция, а значит, деньги начнут утрачивать функцию средства сбережения и спрос на них сократится. К тому же описанные процессы будут сопровождаться ростом долларизации, так как домашние хозяйства и фирмы увеличат спрос на валютные депозиты и активы. Выраженная отрицательная связь между коэффициентом монетизации и инфляцией прослеживается как на международных, так и на российских статистических данных (рис. 5).

Сама интерпретация коэффициента монетизации как меры насыщенности экономики той или иной страны денежными средствами представляется некорректной. Данный показатель имеет размерность времени, потому что в числителе дроби стоит переменная запаса, измеряемая в млрд руб., а в знаменателе — переменная потока, измеряемая в млрд руб. в год. Таким образом, коэффициент монетизации показывает долю времени обращения денег в периоде, за который рассчитывается ВВП. Следовательно, низкие значения индекса указывают на высокую скорость обращения денежных знаков, что

¹⁴ «Экономика роста». Среднесрочная программа развития экономики России (концепция) (см.: <http://stolypinsky.club/wp-content/uploads/2016/05/Kontseptsiya-srednesrochnogo-razvitiya-strany-Ekonomika-Rosta.pdf>).

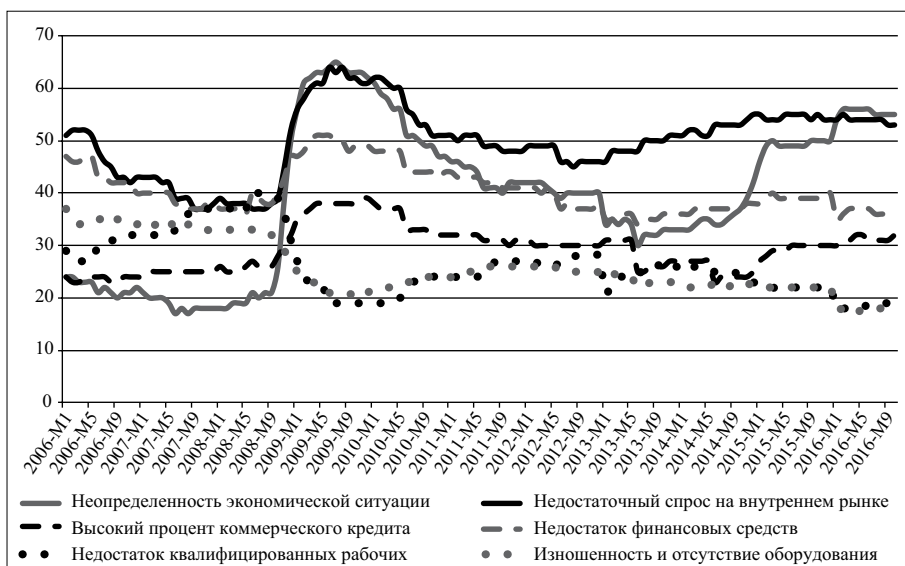


Источники: Росстат; ЦБ РФ; расчеты автора.

Рис. 5. Динамика коэффициента монетизации и инфляции в России (%)

является структурной особенностью экономической системы, для которой характерны такие черты, как короткий производственный цикл и небольшой объем квазиденег в составе денежной массы. Интенсивный рост цен, отличающийся волатильностью, не способствует развитию и усложнению структуры национального хозяйства, так как делает невозможным построение достоверного бизнес-плана для любого проекта с длительным сроком окупаемости.

Другой часто критикуемой характеристикой нынешней монетарной политики являются высокие процентные ставки, снижающие доступность кредита для реального сектора. По мнению сторонников активных стимулирующих мер, искусственное снижение процентной ставки приведет к значительному увеличению объемов национального производства. Данное утверждение является весьма спорным, поскольку базируется на предположении о существовании в российской экономике достаточного количества незадействованных ресурсов (трудовых и капитальных), но небезосновательным. Например, регулярные опросы предприятий показывают, что главными факторами сдерживания роста производства в последние годы были ограниченный внутренний спрос, макроэкономическая неопределенность, высокая стоимость заемного капитала и недостаток финансовых средств (рис. 6).



Источник: Росстат.

Рис. 6. Факторы, ограничивающие рост производства в обрабатывающей промышленности (удельный вес респондентов, отметивших тот или иной фактор, %)

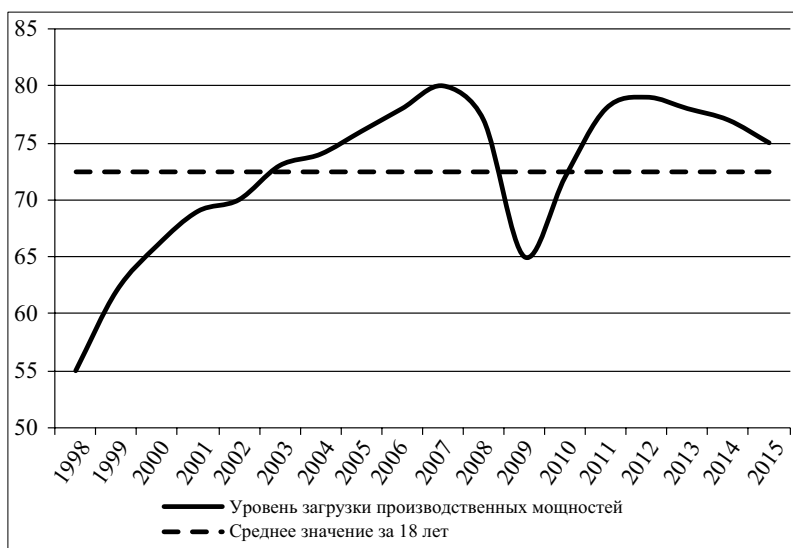
При этом наибольший рост с IV квартала 2014 года демонстрируют фактор неопределенности и высокая процентная ставка. Однако стоимость заемного капитала неразрывно связана с рисками и инфляцией (макроэкономические риски закладываются в процентные ставки). Осуществляемая же сегодня макроэкономическая политика направлена на устранение неопределенности и снижение рисков в российской экономике.

Обращение к статистике по использованию производственных ресурсов заставляет усомниться в возможности ускорения темпов экономического роста в России с помощью стимулирующей денежно-кредитной политики.

Средняя загрузка производственных мощностей остается на высоком уровне (рис. 7)¹⁵. А с учетом степени износа основных средств и наличия резервных мощностей уровень загрузки реально функционирующих производственных мощностей еще выше.

Весьма важной характеристикой экономического цикла представляется спрос на труд. Монетарное ослабление, равно как и фискальное, при уровне безработицы, близком к естественному (или меньшему), не приведет к увеличению реального ВВП, поэтому адекватная оценка ситуации, складывающейся на рынке труда, имеет принципиальное значение для макроэкономической политики. Устойчиво

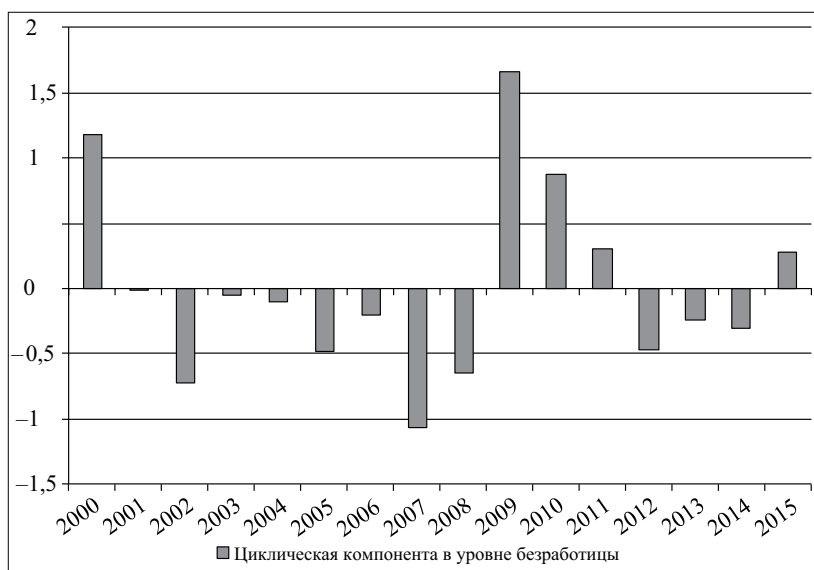
¹⁵ Фактический уровень загрузки производственных мощностей следует сравнивать с долгосрочным средним за 10–20 лет, а не с максимумом (100%).



Источники: Бюллетень «Российский экономический барометр»; расчеты автора.

Рис. 7. Индикатор загрузки производственных мощностей в России (%)

низкая норма безработицы — особенность российской экономики. Даже в кризисные периоды циклическая безработица возростала незначительно (рис. 8).



Примечание: значения получены с помощью фильтра Ходрика — Прескотта (параметр $\lambda = 100$).

Источники: Росстат; расчеты автора.

Рис. 8. Циклическая безработица в % от естественного (трендового) уровня

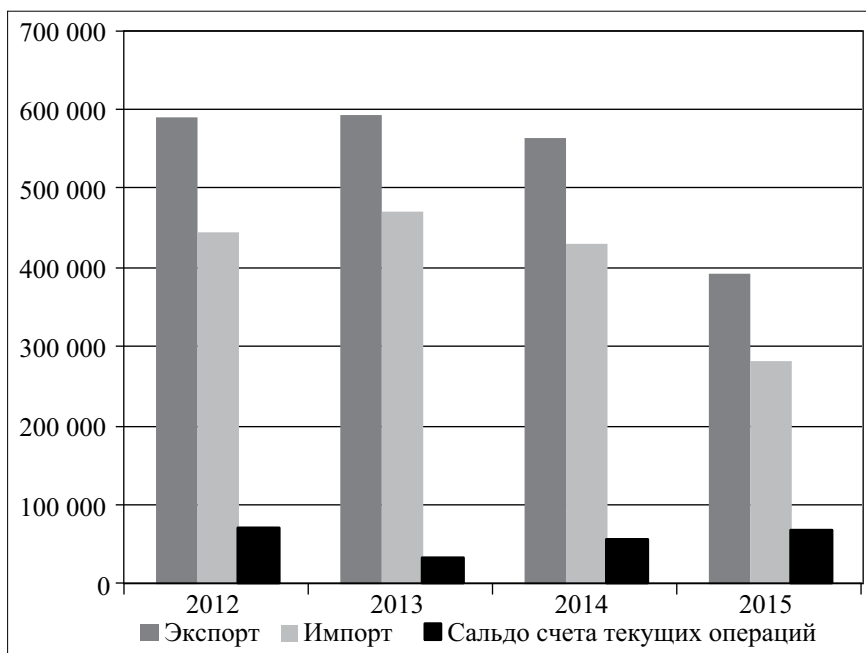
Представляется, что сравнительно малая эластичность уровня безработицы по ВВП обусловлена негативным демографическим трендом, дефицитом инвестиций, предопределяющим недостаточную капиталовооруженность труда и его невысокую производительность, а также институциональными факторами, причем последние играют ключевую роль в понимании устройства российского рынка труда, специфика которого состоит в достаточно распространенной практике сохранения трудовых отношений с работодателем при фактическом отсутствии занятости. Рабочие часто соглашаются на сокращение трудовых смен, зарплат и уход в неоплачиваемые отпуска взамен на сохранение статуса занятых. Именно по этой причине адаптация российского рынка труда к отрицательным внешним шокам происходит главным образом посредством изменения реальных зарплат, а не за счет увеличения числа безработных (рис. 9).



Источник: Росстат.

Рис. 9. Механизм установления равновесного состояния на российском рынке труда

Можно предположить, что в этом случае выполняется допущение классической теории о гибкости заработных плат. Но, как было замечено выше, равновесие на рынке труда достигается не только путем коррекции зарплат — помимо этого наблюдаются колебания реальной занятости, в результате чего возникает скрытая безработица (ее следует трактовать как вынужденное явление). Иначе говоря, официальная статистика уровня безработицы в России, определяемого по методике МОТ, несколько занижена. Однако и переоценивать этот уровень не стоит. На отсутствие большого количества незадействованных ресурсов в экономике косвенным образом указывает пассивная адаптация счета

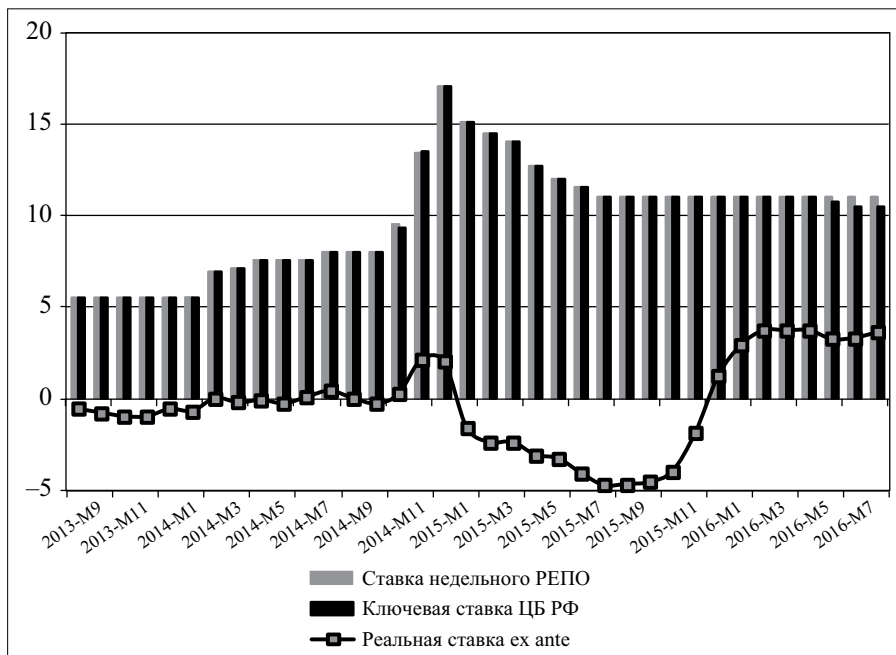


Источник: ЦБ РФ.

Рис. 10. Динамика отдельных компонент платежного баланса РФ (млн долл.)

текущих операций (рис. 10), осуществлявшаяся через сокращение импорта, а не через увеличение экспорта (в том числе несырьевого), равно как и фиаско программы импортозамещения. Можно сделать вывод, что российские предприятия не воспользовались эффектом девальвации и не реализовали в полной мере полученные конкурентные преимущества через увеличение объемов производимой продукции. Домашние хозяйства, в свою очередь, снизили уровень потребления (при этом выраженного замещения импорта отечественными товарами и услугами не произошло). Это обстоятельство кардинально отличает нынешнюю ситуацию от 1998 года, когда благодаря дозагрузке простаивающих мощностей и найму рабочих существенно выросло производство, ориентированное на внутренний спрос. Поэтому по завершении посткризисного восстановления в России следует ожидать продолжения стагнации. Так, например, индекс производства сельскохозяйственной продукции в 2015 году составил 102,6% (для растениеводства и животноводства — 103,1 и 102,2% соответственно), но инвестиции в основной капитал в сельском и лесном хозяйствах за год сократились на 8,8%. Это значит, что сельхозпроизводители, оказавшиеся в весьма благоприятных условиях после введения правительством контрсанкций, не станут повышать эффективность бизнеса и расширять свое присутствие на внутреннем и внешних рынках.

Нельзя согласиться также с распространенным мнением о серьезном ужесточении монетарной политики с конца 2014-го — начала 2015 года (данная тенденция возобладала лишь в 2016 году). Фирмы, принимая решения об инвестициях, ориентируются на значение реальной процентной ставки, которое в 2015 году резко снизилось в сравнении с 2014 годом из-за ускорившейся инфляции (рис. 11). Реакция Банка России на экзогенные шоки того периода была умеренной, если не сказать мягкой.



Источники: ЦБ РФ; Росстат; расчеты автора.

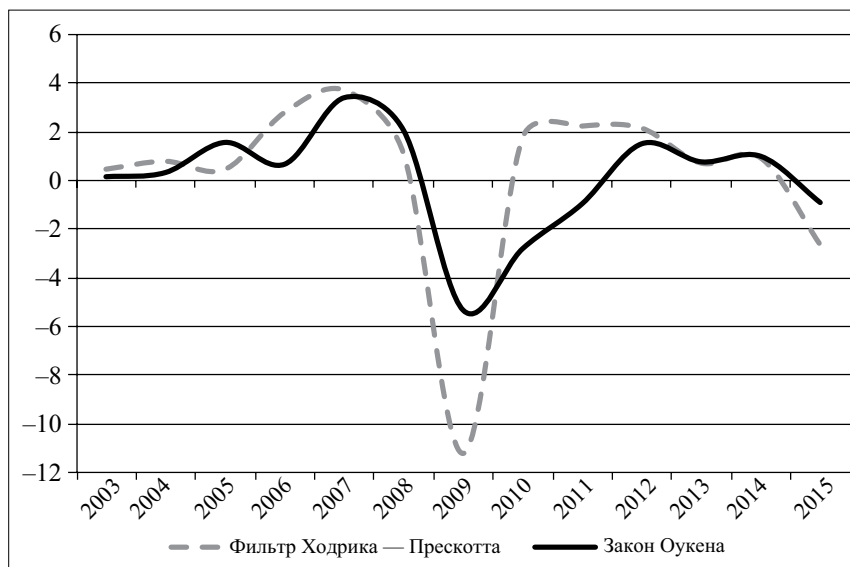
Рис. 11. Изменение процентных ставок в российской экономике (%)

Но вместе с замедлением темпа роста цен реальная ставка перешла в область положительных значений. Как уже отмечалось, важной задачей в рамках режима инфляционного таргетирования является фиксация инфляционных ожиданий на низком уровне. Этого можно добиться, длительное время удерживая значение реальной процентной ставки выше равновесного уровня. Вдобавок переход к структурному профициту ликвидности потребует от ЦБ РФ изъятия избыточных денежных средств банковского сектора с помощью депозитных аукционов.

Многие страны, осуществляющие политику таргетирования инфляции, прошли через период дезинфляции, сопряженный с наибольшими издержками для экономического роста. Однако в случае

с Россией эти издержки не столь выражены ввиду рассмотренных выше характеристик использования производственных мощностей и трудовых ресурсов. Очевидно, что стимулирующая макроэкономическая политика результативна при отрицательном разрыве выпуска. С момента посткризисного восстановления и до конца 2014 года фактический ВВП превышал потенциальный, то есть разрыв выпуска на протяжении данного временного отрезка оставался положительным (рис. 12). Смягчение Банком России денежно-кредитной политики в условиях высокой занятости ресурсов стимулировало бы главным образом инфляцию, отток капитала и ослабление курса рубля, а не экономический рост. Теоретически отрицательный разрыв выпуска в 2015 году указывал на возможность краткосрочного ускорения темпов экономического роста посредством стимулирования совокупного спроса без усиления инфляционного давления. Но с учетом высоких инфляционных ожиданий, сохраняющейся инфляционной инерции и низкой эффективности стимулирующей монетарной политики вследствие неглубокого рецессионного разрыва представляется целесообразным проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики, направленной на достижение таргетируемого уровня инфляции.

В определенной степени такая политика даже способствует решению структурных проблем, поскольку фирмы пытаются оптими-



Примечание: для фильтра Ходрика — Прескотта параметр $\lambda = 100$; для обратной формы закона Оукена эконометрически оцененный коэффициент чувствительности ВВП к изменениям циклической безработицы составил $-3,2$ (данный параметр подвержен вариации в зависимости от периода наблюдений).

Источники: Росстат; расчеты автора.

Рис. 12. Разрыв выпуска в различных методологиях (% от потенциального уровня)

зировать производственный процесс и увеличить рентабельность, чтобы привлекать более дорогой заемный капитал. При этом они существенно ограничены потребительским спросом в стратегии повышения цен на собственную продукцию.

На протяжении последних лет в российской экономике наблюдается скорее дефицит факторов производства и неэффективность их использования. Поэтому выбор между низкой инфляцией и высокими темпами роста ВВП — мнимый.

Между тем столь принципиальные расхождения в рекомендациях по преодолению складывающейся ситуации продиктованы не только различающимися оценками загрузки производственных мощностей и уровня безработицы, но и разным представлением о задачах и возможностях макроэкономической политики у консерваторов и сторонников стимулирующих мер. В связи с этим необходимо подчеркнуть, что главной функцией макрорегулирования является достижение макроэкономического равновесия, то есть устойчивого состояния экономической системы, а предложения по ускорению долгосрочных темпов экономического роста с помощью монетарного ослабления и увеличения государственных расходов лишены убедительных аргументов. Более того, можно с уверенностью говорить о том, что подобная политика будет вести к накоплению дисбалансов в виде высокой инфляции и чрезмерных государственных заимствований¹⁶, негативно влияющих на экономический рост.

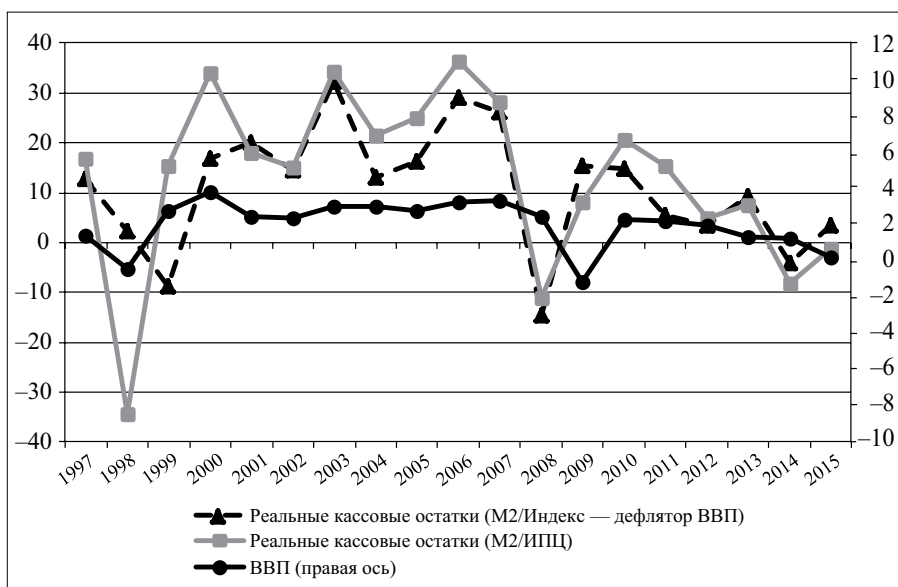
Отчасти суждения о прямой ответственности Банка России за экономический рост обусловлены существовавшей до недавнего времени нестандартной системой макроэкономического регулирования, в которой ЦБ де-факто стимулировал деловую активность за счет предотвращения сильного укрепления рубля и отказа от контроля денежного предложения, а правительство (в лице Минфина) посредством проведения налогово-бюджетной политики влияло на инфляцию. Так, например, в 2014 году через консолидированный бюджет Российской Федерации и бюджеты государственных внебюджетных фондов в экономику поступили денежные средства в размере $\frac{2}{5}$ ВВП. Роль бюджетной политики в России остается ключевой и сегодня (именно с проблемами налогово-бюджетной системы связаны инфляционные риски ближайших лет). Это является спецификой экспортно ориентированных сырьевых экономик, где основная доля природной ренты перераспределяется через бюджет.

Впрочем, предшествующий опыт реализации монетарной политики не единственный фактор, утвердивший мнение о ее связи с экономическим ростом. В качестве одного из свидетельств воздействия де-

¹⁶ Хотя осторожное увеличение государственного долга может на время поддержать темпы экономического роста благодаря эффективным государственным инвестициям (об этом речь пойдет ниже).

нежно-кредитной политики на реальные макропеременные некоторые экономисты приводят схожую динамику реальных кассовых остатков, отражающих покупательную способность денег, и произведенного за год валового продукта (рис. 13). Но рассматриваемая эмпирическая зависимость не может однозначно интерпретироваться как доказательство прямого влияния денежного предложения на экономический рост. В данном случае имеет место более сложная и многоаспектная взаимосвязь. Согласно монетаристско-неокейнсианской парадигме главной детерминантой экономического цикла выступает совокупный спрос, который, в свою очередь, зависит от изменения объемов денежной массы в обращении. Это предопределяет возникновение краткосрочных флуктуаций экономической активности, идущих вдоль линии долгосрочного экономического роста. Наличие самого тренда обусловлено гибкой реакцией цен на перемены в совокупном спросе и денежном предложении (то есть ценовой механизм возвращает экономику к долгосрочному равновесию). Таким образом, осуществляемая с целью стимулирования экономического роста экспансионистская денежно-кредитная политика будет приводить к перманентному сдвигу кривой совокупного спроса и инфляции при вертикальном положении долгосрочной кривой совокупного предложения.

В России отрицательный рост продефлированной денежной массы в кризисные периоды объясняется преобладанием сырьевого экс-



Источники: ЦБ РФ; Росстат; расчеты автора.

Рис. 13. Темпы роста продефлированной денежной массы (в ценах 1995 года) и реального ВВП (%)

порта и, как следствие, волатильным курсом национальной валюты. Ослабление курса рубля сопровождалось более высокой инфляцией. Это вызывало сокращение спроса на рубли и падение денежной массы. Во время экономического роста, напротив, рос спрос на деньги и ЦБ увеличивал денежное предложение.

Реализуемая в течение уже двух лет Банком России политика таргетирования инфляции закрепила сберегательную модель поведения домашних хозяйств, что является важным условием перехода к инвестиционному типу экономического роста, поскольку в открытой экономике источниками инвестиций служат сбережения и приток капитала. Сам режим инфляционного таргетирования базируется на неокейнсианском теоретическом фундаменте, в том числе на правиле Тейлора [Taylor, 1993], согласно которому ЦБ, изменяя процентную ставку, стремится достичь низкой и предсказуемой инфляции при потенциальном уровне выпуска. Данный подход является доминирующим в современной монетарной теории, поскольку объясняет роль денежно-кредитной политики в системе макроэкономического регулирования. При этом программу количественного смягчения не следует интерпретировать как отклонение от неокейнсианской парадигмы и пример обеспечения экономики «длинными» деньгами с целью финансирования инвестиционной деятельности. Нетрадиционная монетарная политика проводится в условиях, когда стандартные инструменты неэффективны. Краткосрочная процентная ставка — действенный инструмент монетарной политики, но у нее есть нулевая граница, ниже которой она не опускается, хотя теоретически обоснованный равновесный уровень процентной ставки может быть отрицательным. Тогда для снижения долгосрочных процентных ставок ЦБ прибегает к интервенциям на долговом рынке через покупку государственных облигаций с длительным сроком погашения. Целью этой политики является не эмиссионное финансирование инвестиций, а управление процентными ставками в экономике. После восстановления деловой активности избыточная денежная масса будет стерилизована (через продажу ценных бумаг) и повысится процентная ставка. Призывы же некоторых ученых [Глазьев, 2014. С. 24] перейти к количественному смягчению в России для стимулирования экономического роста игнорируют макроэкономические реалии: загрузку производственных мощностей, темпы инфляции, уровень безработицы, динамику процентных ставок и др.

Сомнительными представляются и доводы в пользу дешевого рефинансирования коммерческих банков с целью осуществления ими льготного кредитования некоторых предприятий реального сектора. В этом случае подразумевается искусственное (нерыночное) определение приоритетных направлений инвестирования [Аганбегян, Ершов, 2013. С. 7], что может привести к отрицательной селекции,

когда финансовые ресурсы направляются в менее конкурентоспособные проекты. Яркий пример такой политики — программа льготного кредитования в Бразилии, которая лишь усугубила стагфляцию: темпы экономического роста замедлились, а инфляция стала двузначной. В условиях низкого качества российского государственного администрирования и непрозрачности процедур отбора инвестиционных проектов подобные директивные методы, по-видимому, окажут дестимулирующее влияние на долгосрочный рост экономики, ухудшив ее структуру.

К тому же проведение в России денежно-промышленной политики (*mondustrial policy*), предполагающей непосредственное согласование действий монетарных властей с приоритетами промышленного развития, немыслимо без наличия отлаженной системы контроля за использованием денежных средств. При полной занятости темпы экономического роста могут увеличить только инвестиции, повышающие эффективность производства и улучшающие структуру экономики. Результатом инвестирования должен стать рост производительности труда (или вытеснение труда), сопровождающийся опережающим заработные платы увеличением добавленной стоимости. Это способны обеспечить инвестиции в основные фонды (главным образом в машины и оборудование) и новые конкурентоспособные производства. Но плохо работающий механизм «ручного контроля» повышает риски, связанные с нецелевым использованием денежных средств. Вероятнее всего, реализация масштабных программ льготного кредитования предприятий вызовет увеличение спроса на производственные ресурсы, в том числе трудовые, и их удорожание. Иными словами, льготный целевой кредит будет стимулировать не столько развитие, сколько инфляцию и окажется лишь формой более дешевого заемного капитала. При этом эффективные инвестиции, ведущие к значительному росту отдачи на единицу труда и капитала, имеют в долгосрочном периоде антиинфляционный эффект, однако число таких бизнес-проектов в России крайне невелико. По сути, речь идет о льготном финансировании рядовых проектов, не направленных на качественное совершенствование структуры экономики.

По этой же причине не исправит ситуацию и увеличение финансирования институтов развития, к которым относятся:

- 1) Инвестиционный фонд Российской Федерации;
- 2) Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»;
- 3) ОАО «Российская венчурная компания»;
- 4) ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»;
- 5) Государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий»;

- 6) Государственная корпорация «Фонд содействия реформированию ЖКХ»;
- 7) ОАО «Российский сельскохозяйственный банк»;
- 8) ОАО «Росагролизинг»;
- 9) ОАО «Российский фонд информационно-коммуникационных технологий»;
- 10) Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере.

В целом их деятельность можно назвать нерезультативной.

За последние годы существенно снизилась эффективность государственных инвестиций. Так, бюджетные ассигнования на реализацию федеральной адресной инвестиционной программы корректировались незначительно, а число введенных объектов ФАИП уменьшилось с 1080 в 2012 году до 281 в 2015 году. Данный факт ставит под сомнение целесообразность осуществления многих инвестиционных проектов за счет бюджетных средств, тем более что правительство взяло курс на бюджетную консолидацию, объявив о намерении сократить к 2020 году дефицит федерального бюджета до 1% ВВП, что в среднем потребует снижения бюджетного дефицита на 1 п.п. ВВП ежегодно. Это решение стало не менее критикуемым, чем переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования. С одной стороны, правительство исходит из простой логики недопущения накопления дисбалансов в налогово-бюджетной системе. Иными словами, предполагается приведение в соответствие расходов и доходов бюджета в новых экономических реалиях. С другой стороны, необходимо учитывать все краткосрочные и долгосрочные эффекты такого сокращения бюджетного дефицита, являющегося шоковым для российской экономики.

Плавная бюджетная консолидация действительно важна. Гарантированное исполнение бюджета, устойчивость бюджетной системы к изменениям макроэкономической конъюнктуры, соблюдение бюджетного правила и стабильность налоговых условий — всё это факторы поступательного социально-экономического развития. Однако с целью минимизации потерь в долгосрочном выпуске при значительно снизившихся нефтяных ценах следовало бы рассмотреть возможность увеличения государственного долга по крайней мере для сохранения в реальном выражении расходов на инфраструктуру, здравоохранение, науку и образование — по сути являющихся инвестиционными. Данные направления расходования бюджетных средств можно назвать наиболее важными для государства с точки зрения обеспечения высоких темпов экономического роста в долгосрочном периоде. Уменьшение реальных объемов финансирования этих направлений негативно влияет на рост экономики и ухудшает

качество человеческого капитала. Осуществление инвестиционной деятельности по иным направлениям за счет увеличения государственных заимствований разумно лишь в случае опережающего роста налогооблагаемой базы (экономики) и поступлений в бюджет, позволяющих обслуживать государственный долг и постепенно сокращать первичный бюджетный дефицит.

Одновременно с этим необходимо провести маневр в общей структуре расходов федерального бюджета, которая сегодня не отвечает задачам долгосрочного социально-экономического развития России из-за преобладания социальных и оборонных расходов. Доля производительных расходов должна существенно увеличиться. Это позволит в будущем свести объемы государственных заимствований к минимуму. Данная проблема характерна и для других уровней бюджетной системы Российской Федерации. В целом расходы консолидированного бюджета возросли с 29,4% ВВП в 2005 году до 37,3% ВВП в 2016 году при выраженном снижении темпов экономического роста.

Выполнение многих социальных обязательств закреплено за региональными органами исполнительной власти, что лишает регионы ресурсной базы, необходимой для реализации программ экономического развития. Например, после издания Указа Президента РФ от 07.05.2012 № 597, предполагавшего повышение зарплат в госсекторе, число бюджетов субъектов Федерации, исполняемых с дефицитом, резко возросло. Это повлекло за собой увеличение государственного долга субъектов РФ, но экспансия непроизводительных расходов, не способствующих приумножению ВРП, только усугубляет финансовое положение регионов. Очевиден вывод: бюджетная политика федерального центра и регионов, а также их действия по управлению государственным долгом должны быть прагматичными. Государству стоит пересмотреть планы по финансированию социальных обязательств (особенно в части выполнения «майских указов» президента) и осуществлению расходов на национальную оборону. При этом важно повышать эффективность государственных расходов и оказывать адресную социальную помощь.

В 2016 году бюджетный дефицит на $\frac{2}{3}$ покрывался средствами Резервного фонда, который будет исчерпан уже в 2017 году. Поскольку средства Резервного фонда и ФНБ, размещенные правительством на счетах Банка России и инвестированные им в зарубежные активы, входят в состав международных резервов Российской Федерации, такое финансирование бюджетного дефицита можно назвать эмиссионным, то есть требующим активной стерилизации. В нынешней ситуации целесообразно финансировать дефицит федерального бюджета за счет займов и доходов от приватизации. Путем размещения облигаций на внутреннем рынке правительство может привлечь часть необходимых денежных средств. Умеренный рост государственного

долга вполне соответствует логике инфляционного таргетирования и не предполагает увеличения денежной массы. Формирование более глубокого рынка гособлигаций будет способствовать развитию финансового рынка в целом и улучшит трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. ЦБ РФ сможет успешнее влиять на процентные ставки и осуществлять денежное предложение через операции на открытом рынке. К тому же государство посредством эмиссии облигаций удовлетворяет потребность экономических агентов в наименее рисковом финансовом инструменте в рублевой зоне. А проведение Банком России политики инфляционного таргетирования, направленной на снижение инфляционных ожиданий, позволит государству осуществлять заимствования на вполне приемлемых условиях (рис. 14).

Но нельзя забывать о границах такой политики. По достижении потенциально опасного для России уровня государственного долга в 25–27% ВВП отчетливо проявятся отрицательные эффекты в виде повышения процентных ставок, подавления деловой активности, увеличения расходов на обслуживание долга и масштабного замещения частных инвестиций государственными. Последние, как известно, в большинстве своем менее эффективны, а при неразвитых институтах и безответственной экономической политике их увеличение даже может негативно влиять на темпы роста экономики, что требует от государства взвешенных решений, базирующихся на



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 14. Изотермный ряд бескупонной доходности государственных облигаций со сроком до погашения в 10 лет (%)

точной оценке мультипликатора инвестиционных расходов бюджета. При этом действия правительства по привлечению долгового капитала должны сопровождаться описанными выше изменениями в расходной части бюджета и проведением структурных реформ, стимулирующих рост экономики и доходов бюджета. Сегодняшнее увеличение госдолга — вынужденная мера, призванная обеспечить исполнение бюджета и поддержать экономический рост в условиях резко ухудшившейся глобальной конъюнктуры. Вследствие этого требуется решить еще и техническую задачу, заключающуюся в разработке нового бюджетного правила, адекватного циклической динамике нефтяных цен, предполагающего наличие механизма «упреждающих заимствований» и повышающего устойчивость государственных финансов¹⁷.

Реализация макроэкономической политики в соответствии с приоритетами ценовой стабильности, долгосрочной устойчивости бюджета и контрциклического регулирования снизит уязвимость национального хозяйства к экзогенным шокам, создаст хорошо прогнозируемую внешнюю среду для бизнеса. Но даже образцовая макроэкономическая политика не ускорит темпы экономического роста в России до 3–3,5%. Достижение среднемировых темпов роста ВВП возможно только в случае устранения обозначенных в настоящей работе структурных ограничений. Решить данные проблемы мерами фискальной или монетарной политики нельзя — необходима комплексная программа структурных реформ.

Ниже приведен список первоочередных задач структурной политики и реформирования институтов.

1. Провести пенсионную реформу.
2. Осуществить приватизацию, продолжить реформирование естественных монополий и значительно уменьшить долю государства в экономике. Усилить конкуренцию, в результате которой у бизнеса возникнут стимулы к повышению эффективности, вырастет спрос на качественные институты и инновации, являющиеся инструментом конкурентной борьбы.
3. Существенно снизить темпы индексации регулируемых цен — для уменьшения инфляции издержек.
4. Устранить барьеры входа на рынок, ослабить административное давление на бизнес (сократить число контрольно-надзорных функций и мероприятий в сфере МСП) и общее регулятивное воздействие на экономику.
5. Повысить производительность труда.

¹⁷ Более подробно о связи нефтяных суперциклов с планированием и проведением бюджетной политики см. в работе: [Гурвич и др., 2015].

6. Создать все условия для «созидательного разрушения»:
 - устранить институциональные барьеры для выхода с рынка неэффективных фирм;
 - отказаться от государственной поддержки неэффективных предприятий и проведения так называемой социально-промышленной политики, направленной не на стимулирование развития конкурентоспособных производств, а на сохранение социальной стабильности;
 - обеспечить перемещение факторов производства (в первую очередь трудовых ресурсов) из менее конкурентоспособных секторов и фирм в более конкурентоспособные.
7. Повысить мобильность рабочей силы и снизить естественный уровень безработицы на 1,5%. Для этого необходимо развивать транспортную и жилищную инфраструктуру, запустить программы профессиональной переподготовки, поднять возраст выхода на пенсию в рамках пенсионной реформы и внести ряд изменений в Трудовой кодекс РФ, закрепляющих рыночные принципы в сфере трудовых отношений.
8. Провести судебную реформу и кардинально изменить сложившуюся правоприменительную практику.
9. Обеспечить защиту прав собственности.
10. Осуществить реформу государственного аппарата и госслужбы, направленную на дебиюрократизацию, повышение эффективности государственного управления и создание конкурентных условий при размещении государственного и муниципального заказа.
11. Провести системные мероприятия по борьбе с коррупцией.
12. Создать условия для совершенствования модели корпоративного управления в России и более активного использования долевого финансирования.
13. Увеличить и диверсифицировать экспорт. При недостаточном внутреннем спросе быстрое положительное воздействие на рост ВВП может оказать увеличение чистого экспорта, поэтому важно интенсифицировать усилия в области финансовой и нефинансовой поддержки экспорта. Следует переориентировать деятельность институтов развития на стимулирование конкурентоспособных предприятий-экспортеров в несырьевом секторе и облегчить соблюдение формальных процедур, в том числе связанных с таможенным регулированием.

Обесценение рубля и всплеск инфляции привели к изменению относительных цен в России, способствующему притоку рабочей силы в конкурентоспособные производства торгуемых секторов экономики. Но эффект девальвации в значительной степени нивелируется дефицитом трудовых ресурсов и государственной политикой,

препятствующей естественной очистке рынка. Снижение реальных зарплат и увеличение валовой корпоративной прибыли создали предпосылки для выраженного роста инвестиций, которого, однако, не произошло из-за повысившейся макроэкономической неопределенности, проблем с деловым климатом, слабости рыночной среды и отсутствия стимулов. Наличие инвестиционного ресурса (собственных средств предприятий) еще не гарантирует возобновления инвестиционной активности, поэтому стандартные для ситуации циклического кризиса рекомендации по осуществлению монетарного и фискального стимулирования совокупного спроса сегодня в России не приведут к удовлетворительным результатам. Сами по себе низкие темпы роста ВВП не являются достаточным основанием для смягчения макроэкономической политики, так как они могут указывать на падение потенциального объема производства и на переход к новому долгосрочному равновесию (тренду). Необходимо наличие иных условий: отрицательного разрыва выпуска, сопровождающегося, как правило, увеличением уровня безработицы и количества простаивающих производственных мощностей при уменьшении инфляции.

Приходится констатировать, что российская экономика перестает быть «экономикой потребления» и всё более нуждается в эффективных инвестициях. При этом их увеличение повлечет за собой приумножение доходов и усиление роли потребления в экономическом росте. Для перехода к инвестиционной модели экономического роста, ведущую роль в которой будут играть инвестиционный процесс и повышение факторной производительности, важно обеспечить благоприятный инвестиционный климат: стабильность макроэкономических условий, низкие риски и функционирование качественных институтов. И если задачу макроэкономической стабилизации при достаточной последовательности и согласованности действий можно решить сравнительно легко и быстро, то достичь желаемого преобразования институциональной среды гораздо сложнее — в связи с необходимостью как формирования общественного запроса на изменения, так и проявления политической воли.

Заключение

На основе представленного в настоящей работе анализа можно сделать следующие выводы.

Во-первых, макроэкономическая несбалансированность в виде высокой инфляции и продолжительного бюджетного дефицита негативно влияет на экономический рост.

Во-вторых, макроэкономическая политика должна быть направлена на формирование понятных и хорошо прогнозируемых внешних условий для фирм и домашних хозяйств. Такая политика повышает

склонность к сбережению, снижает риски в экономике, увеличивает горизонт планирования для осуществления инвестиций, стимулируя тем самым деловую активность.

В-третьих, осуществляемая в Российской Федерации макроэкономическая политика в целом адекватна текущей ситуации и направлена на восстановление макроэкономической сбалансированности.

В-четвертых, макроэкономическая стабилизация — необходимое, но недостаточное условие перехода к инвестиционной модели экономического роста, в связи с чем исключительную значимость приобретают действия по качественному совершенствованию институтов, улучшению бизнес-климата и развитию конкуренции.

Таким образом, главная задача российской экономической политики состоит не столько в разработке и реализации мер прямого стимулирования деловой активности, сколько в необходимости создания государством условий для нормальной работы рыночных стимулов.

Литература

1. Аганбегян А. Г. Шесть шагов, необходимых для возобновления социально-экономического роста и преодоления стагнации, рецессии и stagflation // Деньги и кредит. 2015. № 2. С. 7–13.
2. Аганбегян А. Г., Ершов М. В. О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. 2013. № 6. С. 3–11.
3. Алтунян А. Г. Приоритеты монетарной политики в контексте национальных интересов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2015. № 1. С. 103–115.
4. Вудфорд М. Таргетирование инфляции: совершенствовать, а не списывать в утиль // Вопросы экономики. 2014. № 10. С. 44–55.
5. Глазьев С. Ю. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 124–135.
6. Глазьев С. Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.
7. Горюнов Е. Л., Дробышевский С. М., Трунин П. В. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53–85.
8. Горюнов Е. Л., Трунин П. В. Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? // Вопросы экономики. 2013. № 6. С. 29–44.
9. Гурвич Е. Нефтегазовая рента в российской экономике // Вопросы экономики. 2011. № 11. С. 4–24.
10. Гурвич Е. Т., Беляков И. В., Прилепский И. В. Нефтяной суперцикл и бюджетная политика // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 5–30.
11. Гурвич Е. Т., Соколов И. А. Бюджетные правила: избыточное ограничение или неотъемлемый инструмент бюджетной устойчивости? // Вопросы экономики. 2016. № 4. С. 5–29.
12. Гурвич Е., Прилепский И. Как обеспечить внешнюю устойчивость российской экономики // Вопросы экономики. 2013. № 9. С. 4–39.
13. Замараев Б. А., Киюцевская А. М., Назарова А. Г., Суханов Е. Ю. Замедление экономического роста в России // Вопросы экономики. 2013. № 8. С. 4–34.
14. Замулин О. А. Россия в 2015 г.: рецессия со стороны предложения // Журнал Новой экономической ассоциации. 2016. № 1 (29). С. 181–185.

15. Замулин О., Стырин К. Как различать причину и следствие? (Нобелевская премия по экономике 2011 года) // Вопросы экономики. 2012. № 1. С. 4–20.
16. Ивантер В. В., Узяков М. Н., Ксенофонов М. Ю., Широв А. А., Панфилов В. С., Говтвань О. Д., Кувалин Д. Б., Порфирьев Б. Н. Новая экономическая политика — политика экономического роста // Проблемы прогнозирования. 2013. № 6. С. 3–16.
17. Идрисов Г. И., Синельников-Мурылев С. Г. Бюджетная политика и экономический рост // Вопросы экономики. 2013. № 8. С. 35–59.
18. Идрисов Г. И., Синельников-Мурылев С. Г. Формирование предпосылок долгосрочного роста: как их понимать? // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 4–20.
19. Кудрин А. Л., Гурвич Е. Т. Новая модель роста для российской экономики // Вопросы экономики. 2014. № 12. С. 4–36.
20. Лякин А. Н. Причины стагнации российской экономики // Проблемы современной экономики. 2014. № 2(50). С. 110–113.
21. Лякин А. Н. Российская экономика после восстановления: временное замедление или новая траектория роста // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика. 2013. № 4. С. 55–69.
22. Орлова Н. В. Какие тенденции характеризуют российский банковский сектор // Банковское дело. 2008. № 3. С. 26–29.
23. Орлова Н. В. Финансовые санкции против России: влияние на экономику и экономическую политику // Вопросы экономики. 2014. № 12. С. 54–66.
24. Синельников-Мурылев С., Дробышевский С., Казакова М., Алексеев М. Декомпозиция темпов роста ВВП России // Научные труды № 167Р. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2015.
25. Тулин Д. В. В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию (обзор полемики вокруг политики Банка России) // Деньги и кредит. 2014. № 12. С. 6–16.
26. Фишер И. Покупательная сила денег. М.: Дело, 2001.
27. Юдаева К. В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4–12.
28. Bils M., Klenow P. J. Some evidence on the importance of sticky prices // Journal of Political Economy. 2004. Vol. 112(5). P. 947–985.
29. Chen Y., Rogoff K. Commodity currencies // Journal of International Economics. 2003. Vol. 60. No 1. P. 133–160.
30. Grauwe P. de, Polan M. Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon? // The Scandinavian Journal of Economics. 2005. Vol. 107. Iss. 2. P. 239–259.
31. Hammond G. State of the art of inflation targeting. CCBS Handbook. 2012. No. 29.
32. Lucas R. E. Jr. Econometric policy evaluation: A critique // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1976. No 1. P. 19–46.
33. McCandless G., Weber W. Some monetary facts // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. 1995. Vol. 19. No 3. P. 2–11.
34. Nelson Ch. R., Plosser Ch. I. Trends and random walks in macroeconomic time series: Some evidence and implications // Journal of Monetary Economics. 1982. No 10. P. 139–162.
35. Roger S. Inflation targeting at 20: Achievements and challenges // Twenty years of inflation targeting: Lessons learned and future prospects / D. Cobham, O. Eitheim, S. Gerlach, J. F. Qvistad (eds.). New York: Cambridge University Press, 2010.
36. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. P. 195–214.
37. Woodford M. Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
38. Felipe J., Abdon A., Kumar U. Tracking the middle-income trap: What is it, who is in it, and why? // Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No 715, April 2012. Available at: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_715.pdf.

Ivan Ya. DAROVSKIY, The Department of Economic Theory and Economic Policy. St. Petersburg State University (7–9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation).

E-mail: ivan.darovsky@gmail.com

From Stagflation to Sustainable Economic Growth: Imperatives of Russian Macroeconomic Policy

Abstract

This article touches upon the main reasons for the decline of long-term growth of the Russian economy, stagflation, and recession and attempts to justify priority measures of the economic policy in current conditions. Basing on statistical and macroeconomic analysis, the author concludes that the slowdown of economic growth since 2012 has a structural nature. It is also noted that in late 2014–2015, negative effects caused by transition to a new general equilibrium (trend), which is characterized by a lower long-term economic growth rate, were aggravated by a conjuncture cycle associated with the emergence of the balance of payment crisis, which consequences are largely overcome today. A rapid correction of the current account and real wages was made thanks to the policy of free floating exchange rate, and this allowed the economy to move to a recovery growth on a quarterly basis in the second half of 2016. However, it is too early to speak about full adaptation to the changing conditions of the global economy (at least, before the stabilization of the public finances) and elimination of structural imbalances in the economy that are negatively affecting the GDP growth rate. In this article, the author lays down key challenges in the field of structural policy and institutional environment improvements, as well as provides conservative macroeconomic policy guidelines aimed at decreasing inflation and improving long-term fiscal sustainability. It is emphasized that implementation of these measures will create necessary conditions for transition to the investment model of economic growth in Russia.

Keywords: Russia, economic growth, inflation rate, monetary policy, fiscal policy, structural reforms.

JEL: E52, E62, E66, O43.

References

1. Aganbegian A. G. Shest' shagov, neobkhodimyykh dlia vozobnovleniia sotsial'no-ekonomicheskogo rosta i preodoleniia stagnatsii, retsessii i stagfliatsii [Six steps necessary to recover social and economic growth and to overcome stagnation, recession and stagflation]. *Den'gi i kredit [Money and Credit]*, 2015, no. 2, pp. 19-45.
2. Aganbegian A. G., Ershov M. V. O svyazi denezhno-kreditnoi i promyshlennoi politiki v deiatel'nosti bankovskoi sistemy Rossii [On the relationship between monetary and industrial policy in the activity of the Russian banking system]. *Den'gi i kredit [Money and Credit]*, 2013, no. 6, pp. 3-11.
3. Altunian A. G. Prioritety monetarnoi politiki v kontekste natsional'nykh interesov [Priorities of monetary policy in the context of national interests]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya 5. Ekonomika [Vestnik of Saint Petersburg University. Series 5. Economics]*, 2015, no. 1, pp. 103-115.
4. Vudford M. Targetirovanie inflitsii: Sovershenstvovat', a ne spisyvat' v util' [Inflation targeting: Fix it, don't scrap it]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no. 10, pp. 44-55.
5. Glaz'ev S. Yu. O targetirovanii inflitsii [On inflation targeting]. *Voprosy ekonomiki*, 2015, no. 9, pp. 124-135.

6. Glaz'ev S. Yu. Sanktsii SShA i politika Banka Rossii: Dvoinoi udar po natsional'noi ekonomike [Sanctions of the USA and the policy of Bank of Russia: Double blow to the national economy]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 13-29.
7. Goriunov E. L., Drobyshevskii S. M., Trunin P. V. Denezhno-kreditnaia politika Banka Rossii: Strategiia i taktika [Monetary policy of Bank of Russia: Strategy and tactics]. *Voprosy ekonomiki*, 2015, no. 4, pp. 53-85.
8. Goriunov E. L., Trunin P. V. Bank Rossii na pereput'e: Nuzhno li smiagchat' denezhno-kreditnuiu politiku? [Bank of Russia at the cross-roads: Should monetary policy be eased?]. *Voprosy ekonomiki*, 2013, no. 6, pp. 29-44.
9. Gurvich E. Neftegazovaia renta v rossiiskoi ekonomike [Oil and gas rent in the Russian economy]. *Voprosy ekonomiki*, 2011, no. 11, pp. 4-24.
10. Gurvich E. T., Beliaikov I. V., Prilepskii I. V. Neftianoi supertsikl i biudzhetnaia politika [Oil supercycle and fiscal policy]. *Voprosy ekonomiki*, 2015, no. 9, pp. 5-30.
11. Gurvich E. T., Sokolov I. A. Biudzhetnye pravila: Izbytochnoe ogranichenie ili neot'emlemyi instrument biudzhetnoi ustoichivosti? [Fiscal rules: Excessive limitation or indispensable instrument of fiscal sustainability?]. *Voprosy ekonomiki*, 2016, no. 4, pp. 5-29.
12. Gurvich E., Prilepskii I. Kak obespechit' vneshnuiu ustoichivost' rossiiskoi ekonomiki [How to secure external sustainability of the Russian economy]. *Voprosy ekonomiki*, 2013, no. 9, pp. 4-39.
13. Zamaraev B. A., Kiiutsevskaja A. M., Nazarova A. G., Sukhanov E. Yu. Zamedlenie ekonomicheskogo rosta v Rossii [The slowdown of the Russian economy]. *Voprosy ekonomiki*, 2013, no. 8, pp. 4-34.
14. Zamulin O. A. Rossiia v 2015 g.: Retsepsiia so storony predlozheniia [Russia in 2015: A supply-side recession]. *Journal of the New Economic Association*, 2016, no. 1(29), pp. 181-185.
15. Zamulin O., Styurin K. Kak razlichat' prichinu i sledstvie? (Nobelevskaia premiia po ekonomike 2011 goda) [How to distinguish cause and effect? (Nobel Prize in Economics 2011)]. *Voprosy ekonomiki*, 2012, no. 1, pp. 4-20.
16. Ivanter V. V., Uziakov M. N., Ksenofontov M. Yu., Shirov A. A., Panfilov V. S., Govtvan' O. D., Kuvalin D. B., Porfir'ev B. N. Novaia ekonomicheskaja politika — politika ekonomicheskogo rosta [The new economic policy — the policy of economic growth]. *Problemy prognozirovaniia [Studies on Russian Economic Development]*, 2013, no. 6, pp. 3-16.
17. Idrisov G. I., Sinelnikov-Murylev S. G. Biudzhetnaia politika i ekonomicheskii rost [Budget policy and economic growth]. *Voprosy ekonomiki*, 2013, no. 8, pp. 35-59.
18. Idrisov G. I., Sinel'nikov-Murylev S. G. Formirovanie predposylok dolgosrochnogo rosta: Kak ikh ponimat'? [Forming sources of long-run growth: How to understand them?]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no. 3, pp. 4-20.
19. Kudrin A. L., Gurvich E. T. Novaia model' rosta dlia rossiiskoi ekonomiki [A new growth model for the Russian economy]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no. 12, pp. 4-36.
20. Liakin A. N. Prichiny stagnatsii rossiiskoi ekonomiki [Reasons for stagnation of Russian economy]. *Problemy sovremennoi ekonomiki [Problems of Modern Economics]*, 2014, no. 2(50), pp. 110-113.
21. Liakin A. N. Rossiiskaia ekonomika posle vosstanovleniia: Vremennoe zamedlenie ili novaia traektoriia rosta [Russian economy after recovery: Temporary slowdown or new growth trend]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriia 5. Ekonomika [Vestnik of Saint Petersburg University. Series 5. Economics]*, 2013, no. 4, pp. 55-69.
22. Orlova N. V. Kakie tendentsii kharakterizuiut rossiiskii bankovskii sektor [What tendencies characterize Russian banking sector]. *Bankovskoe delo [Banking]*, 2008, no. 3, pp. 26-29.

23. Orlova N. V. Finansovye sanktsii protiv Rossii: Vliianie na ekonomiku i ekonomicheskuiu politiku [Financial sanctions: Consequences for Russia's economy and economic policy]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no. 12, pp. 54-66.
24. Sinel'nikov-Murylev S., Drobyshevskii S., Kazakova M., Alekseev M. Dekompozitsiia tempov rosta VVP Rossii [Decomposition of the Russian GDP growth rates]. *Nauchnye trudy no. 167R [Scientific Papers no. 167R]*. Moscow: Izd-vo In-ta Gaidara, 2015.
25. Tulin D. V. V poiskakh sen'orazha, ili legkikh putei k protsvetaniuu (obzor polemiki vokrug politiki Banka Rossii) [Searching for seigniorage, or easy paths to prosperity (review of debates on Bank of Russia policy)]. *Den'gi i kredit [Money and Credit]*, 2014, no. 12, pp. 6-16.
26. Fisher I. *Pokupatel'naia sila deneg [The purchasing power of money]*. Moscow: Delo, 2001.
27. Iudaeva K. V. O vozmozhnostiakh, tseliakh i mekhanizмах denezhno-kreditnoi politiki v tekushchei situatsii [On the opportunities, targets and mechanisms of monetary policy under the current conditions]. *Voprosy ekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 4-12.
28. Bils M., Klenow P. J. Some evidence on the importance of sticky prices. *Journal of Political Economy*, 2004, vol. 112(5), pp. 947-985.
29. Chen Y., Rogoff K. Commodity currencies. *Journal of International Economics*, 2003, vol. 60, no. 1, pp. 133-160.
30. Grauwe P. de, Polan M. Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon? *The Scandinavian Journal of Economics*, 2005, vol. 107, iss. 2, pp. 239-259.
31. Hammond G. State of the art of inflation targeting. *CCBS Handbook*, 2012, no. 29.
32. Lucas R. E., Jr. Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1976, no. 1, pp. 19-46.
33. McCandless G., Weber W. Some monetary facts. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1995, vol. 19, no. 3, pp. 2-11.
34. Nelson Ch. R., Plosser Ch. I. Trends and random walks in macroeconomic time series: Some evidence and implications. *Journal of Monetary Economics*, 1982, no. 10, pp. 139-162.
35. Roger S. Inflation targeting at 20: Achievements and Challenges. In: D. Cobham, O. Eitheim, S. Gerlach, J. F. Qvistad (eds.). *Twenty years of inflation targeting: Lessons learned and future prospects*. New York: Cambridge University Press, 2010.
36. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, vol. 39, pp. 195-214.
37. Woodford M. *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.
38. Felipe J., Abdon A., Kumar U. *Tracking the middle-income trap: What is it, who is in it, and why?* Levy Economics Institute of Bard College Working Paper no 715, 2012. Available at: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_715.pdf.